



Archivos del futuro

Continuamos con la tradición inaugurada en el primer número de *Puente@Europa* de 2011 de incluir una sección en la que realizamos un seguimiento del debate sobre la crisis europea mediante documentos que, sin ser de índole oficial, se destacan por alguna cualidad de sus autores (renombre, cargos asumidos en el pasado, naturaleza del grupo, proveniencia geográfica, etc.) y por la originalidad de sus propuestas. Los reproducimos en su idioma original, siguiendo las reglas editoriales de sus versiones originales.

A MANIFESTO FOR ECONOMIC SENSE

Paul Krugman y Richard Layard

Este texto fue publicado en la víspera del Consejo Europeo del 28 y 29 de junio de 2012, que habría tenido que equilibrar el Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza en la Unión Económica y Monetaria (Pacto Fiscal o, en inglés, Fiscal Compact), firmado seis meses antes, con medidas aptas para resolver; por un lado, el estancamiento de las economías europeas y, por otro, la cuestión de la balcanización financiera europea*. Apareció como op-ed en el diario *Financial Times*, del 27 de junio de 2012, bajo el título “Western policy makers are making their people suffer, say Paul Krugman and Richard Layard”. Está disponible para ser firmado en el sitio www.manifestoforeconomicsense.org. Hasta ahora han firmado el documento más de 9300 personas. Los autores, Richard Layard y Paul Krugman, son profesores de economía, respectivamente, en la London School of Economics y en la Universidad de Princeton. El segundo fue también premio Nobel de economía en 2008 y es autor del exitoso blog “The Conscience of a Liberal”, publicado en el portal web de *The New York Times* desde 2005**.

El manifiesto aclara algunos hechos básicos relativos a la naturaleza de la crisis (por ejemplo, el hecho de tener su origen en un problema de préstamos privados más bien que de deuda pública) y contiene una contundente crítica de algunas de las ideas que subyacen a las actuales recetas de la UE para salir de la crisis (por ejemplo, aquella que vincula los recortes de gastos a un aumento de la actividad económica). En este último caso, los autores hacen referencia a un estudio llevado a cabo por el mismo Fondo Monetario Internacional sobre la base del análisis de 173 casos de recorte de presupuesto que resultaron, en su mayoría, en contracciones de las economías de los países que los adoptaron.

More than four years after the financial crisis began, the world’s major advanced economies remain deeply depressed, in a scene all too reminiscent of the 1930s. And the reason is simple: we are relying on the same ideas that governed policy in the 1930s. These ideas, long since disproved, involve profound errors both about the causes of the crisis, its nature, and the appropriate response.

These errors have taken deep root in public consciousness and provide the public support for the excessive austerity of current fiscal policies in many countries. So the time is ripe for a Manifesto in which mainstream economists offer the public a more evidence-based analysis of our problems.

- **The causes.** Many policy makers insist that the crisis was caused by irresponsible public borrowing. With very few exceptions – other than Greece – this is false. Instead, the conditions for crisis were created by excessive *private sector* borrowing and lending, including by over-leveraged banks. The collapse of this bubble led to massive falls in output and thus in tax revenue. So the large government deficits we see today are a consequence of the crisis, not its cause.
- **The nature of the crisis.** When real estate bubbles on both sides of the Atlantic burst, many parts of the private sector slashed spending in an attempt to pay down past debts. This was a rational response on the part of individuals, but – just like the similar response of debtors in the 1930s – it has proved collectively self-defeating, because one person’s spending is another person’s income. The result of the spending collapse has been an economic

depression that has worsened the public debt.

- **The appropriate response.** At a time when the private sector is engaged in a collective effort to spend less, public policy should act as a stabilizing force, attempting to sustain spending. At the very least we should not be making things worse by big cuts in government spending or big increases in tax rates on ordinary people. Unfortunately, that’s exactly what many governments are now doing.
- **The big mistake.** After responding well in the first, acute phase of the economic crisis, conventional policy wisdom took a wrong turn – focusing on government deficits, which are mainly the result of a crisis-induced plunge in revenue, and arguing that the public sector should attempt to reduce its debts in tandem with the private sector. As a result, instead of playing a stabilizing role, fiscal policy has ended up reinforcing and exacerbating the dampening effects of private-sector spending cuts.

In the face of a less severe shock, monetary policy could take up the slack. But with interest rates close to zero, monetary policy – while it should do all it can – cannot do the whole job. There must of course be a medium-term plan for reducing the government deficit. But if this is too front-loaded it can easily be self-defeating by aborting the recovery. A key priority now is to reduce unemployment, before it becomes endemic, making recovery and future deficit reduction even more difficult.

How do those who support present policies answer the argument we

* Las conclusiones del Consejo Europeo están disponibles en http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ec/131388.pdf. Ver también, “Crisis y consejos”, en *Newsletter Punto Europa*, n. 26, 21 de agosto de 2012.

** El blog está disponible en <http://krugman.blogs.nytimes.com>.

have just made? They use two quite different arguments in support of their case.

- **The confidence argument.** Their first argument is that government deficits will raise interest rates and thus prevent recovery. By contrast, they argue, austerity will increase confidence and thus encourage recovery.

But there is no evidence at all in favour of this argument. First, despite exceptionally high deficits, interest rates today are unprecedentedly low in all major countries where there is a normally functioning central bank. This is true even in Japan where the government debt now exceeds 200% of annual GDP; and past downgrades by the rating agencies here have had no effect on Japanese interest rates. Interest rates are only high in some Euro countries, because the European Central Bank (ECB) is not allowed to act as lender of last resort to the government. Elsewhere the central bank can always, if needed, fund the deficit, leaving the bond market unaffected.

Moreover past experience includes no relevant case where budget cuts have actually generated increased economic activity. The (International Monetary Fund) IMF has studied 173 cases of budget cuts in individual countries and found that the consistent result is economic contraction. In the handful of cases in which fiscal consolidation was followed by growth, the main channels were a currency depreciation against a strong world market, not a current possibility. The lesson of the IMF's study is clear – budget cuts retard recovery. And that is what is happening now – the countries with the biggest budget cuts have experienced the biggest falls in output.

For the truth is, as we can now see, that budget cuts do not inspire business confidence. Companies will only invest when they can foresee enough customers with enough income to spend. Austerity discourages investment.

So there is massive evidence against the confidence argument; all the

alleged evidence in favor of the doctrine has evaporated on closer examination.

- **The structural argument.** A second argument against expanding demand is that output is in fact constrained on the supply side – by structural imbalances. If this theory were right, however, at least some parts of our economies ought to be at full stretch, and so should some occupations. But in most countries that is just not the case. Every major sector of our economies is struggling, and every occupation has higher unemployment than usual. So the problem must be a general lack of spending and demand.

In the 1930s the same structural argument was used against proactive spending policies in the U.S. But as spending rose between 1940 and 1942, output rose by 20%. So the problem in the 1930s, as now, was a shortage of demand not of supply.

As a result of their mistaken ideas, many Western policy-makers are inflicting massive suffering on their peoples. But the ideas they espouse about how to handle recessions were rejected by nearly all economists after the disasters of the 1930s, and for the following forty years or so the West enjoyed an unparalleled period of economic stability and low unemployment. It is tragic that in recent years the old ideas have again taken root. But we can no longer accept a situation where mistaken fears of higher interest rates weigh more highly with policy-makers than the horrors of mass unemployment.

Better policies will differ between countries and need detailed debate. But they must be based on a correct analysis of the problem. We therefore urge all economists and others who agree with the broad thrust of this Manifesto to register their agreement at www.manifestoforeconomicsense.org, and to publically argue the case for a sounder approach.

The whole world suffers when men and women are silent about what they know is wrong.

IN SUPPORT OF A EUROPEAN BANKING UNION, DONE PROPERLY*

Michael Burda, Hans Peter Grüner, Frank Heinemann, Martin Hellwig et al.

*Ésta es la versión en inglés de un manifiesto escrito por un grupo de economistas de Alemania, Austria y Suiza críticos sobre la falta de una arquitectura financiera común en las recetas de la Unión Europea para salir de la crisis. En particular, sus autores abogan por una supervisión bancaria habilitada a autorizar la recapitalización, la reestructuración y, eventualmente, la liquidación de los bancos insolventes y una responsabilización de los acreedores involucrados en inversiones con altos riesgos. El manifiesto fue publicado por primera vez en el portal web de Vox, el portal del influyente Centre for Economic Policy Research**, el 9 de julio de 2012.*

A los primeros firmantes (Michael Burda, Hans Peter Grüner, Frank Heinemann, Martin Hellwig, Mathias Hoffmann, Gerhard Illing, Hans Helmut Kotz, Tom Krebs, Jan Pieter Krahen, Gernot Müller, Isabel Schnabel, Andreas Schabert, Moritz Schularick, Dennis J. Snower, Uwe Sunde, Beatrice Weder di Mauro) se han sumado más de 200 colegas.

The financial crisis has exposed a fatal flaw in the design of European monetary union which can be removed only by decisive policy action. Policymakers in Europe now have the opportunity to take such action. A central aspect of the problem we are facing is the conflation between debt of the private sector and that of European national governments.

In the course of the crisis, fiscal budgets are being tapped to refinance systemically relevant financial institutions. At the same time, financial institutions continue to play a central role in financing national governments, lending money to them and holding their debt. An unavoidable consequence is that bank failures have led to sovereign debt crises and sovereign debt crises have led to banking crises, leading to growing mistrust of both national banking systems and government finance. The situation is aggravated by the fact that international investors, driven by fear of total collapse, have withdrawn funding to struggling countries, both for governments and for banks. This has in turn led to a balkanisation of national financial markets and threatens not only the European monetary union but the European integration project as a whole.

Only by breaking the link between the refinancing of banks and the solvency of national governments will it be possible to stabilise the supply of credit in crisis countries. If the refinancing of banks – and the insurance of bank deposits – can be made independent of the financial state of the respective domiciling country, national sovereign crises can be decoupled from the private sector financing. In this way, contractionary demand shocks induced by corrective national fiscal policy can be softened by a broadening of the supply of credit. A European backbone to the refinancing of banks will dampen the impact of the coming fiscal consolidation. An indispensable requirement for this is a set of uniform regulatory banking standards which are implemented by a single European authority.

Deeper financial integration and a de-coupling of government and banking finance are essential elements for a more stable financial architecture in Europe. These steps are important for breaking the vicious circle between sovereign debt and banking crises. A monetary union with free capital flows cannot work reasonably without a unified banking framework. For this reason, the decisions

of the last European Union summit represent a move in the right direction. Now it is crucial to implement these decisions, in order to create a durable solution with uniform European structures. In no way does this endorse a collectivisation of bank liabilities. Rather it is essential to cede key powers of regulatory intervention in member countries to a banking supervision authority at the European level. This European banking supervision authority should have the ability to authorise recapitalisation of troubled banks by the expropriation of previous equity holders and the partial conversion of bank debt into equity. A unified resolution procedure must be capable of recapitalising, restructuring, or liquidating insolvent financial institutions in an impartial manner.

At the same time, creditors must be made liable for risky investments, so that the resolution of troubled financial institutions can be executed (as far as possible) without taxpayer money. In order to secure the financial stability of a banking union, a common restructuring fund that can intervene and impose binding conditionality on reorganisation plans is needed. The European Stability Mechanism (ESM) can play this role. A stronger Europe-wide deposit insurance system can also contribute to the long run stability of the banking system.

Only a European banking supervisory authority with sweeping intervention powers can break the linkages between the financing of governments and banks and the national supervisors. It would represent an important step towards solving the problems presently faced by the Eurozone. In contrast, it is much more difficult to intervene directly in the fiscal affairs of Eurozone states – this would require a process with democratic legitimacy, which remains a very remote option at the present. A banking union is thus only part of a complete solution. The mechanisms and budgetary controls that would be implemented in the framework of a European Fiscal Pact are also needed to restore public budgets to sustainable paths.

A banking union can help decisively to secure the financial integrity and stability of the European monetary union. For this reason, the signatories of this manifesto support the creation of a durable, unified framework at the European level which can serve to break the link between the funding of private banks and the public purse.

* El documento se encuentra en <http://www.voxeu.org/article/manifiesto-banking-union-economistsgermany-austria-and-switzerland>. La traducción fue hecha por el mismo Michael Burda, sobre la base del original alemán que está disponible en http://www.macroconomics.tuberlin.de/fileadmin/fg124/allgemein/Stellungnahme_zur_Europaeischen_Bankenunion_n.pdf

** Para más información, ver www.cepr.org.

BREAKING THE DEADLOCK: A PATH OUT OF THE CRISIS

Patrick Artus, Erik Bergl f, Peter Bofinger, Giancarlo Corsetti, Paul De Grauwe et al.

Considerando que la interacción entre mercados, instituciones inadecuadas y condiciones políticas insostenibles en varios países est n llevando a la economía europea hacia la depresión y a la zona euro hacia la desintegración, el Institute for New Economic Thinking (INET) apoy  la creación del Council on the Euro Zone Crisis (ICEC), formado por diecisiete reconocidos economistas europeos que, luego de su primera reunión en los días 26 y 27 de junio de 2011, en Bruselas, y sus sucesivos debates, emitieron la declaración que se transcribe a continuación. All  consideran que aún es posible salvar la zona euro si se abordan dos problemas fundamentales por separado: primero, enfrentar los costos heredados del diseño imperfecto de la zona; segundo, arreglar ese mismo diseño. El primer problema requiere compartir los costos de elaborar una estrategia económica que se focalice en estabilizar los países que sufren de recesión y volatilidad financiera. El segundo requiere diseñar una unión financiera (bancaria) con instituciones fuertes para la zona euro y un mínimo respaldo fiscal. Se prevé que la pr xima reunión del INET tenga lugar a principios del oto o boreal.*

I. The euro is drifting toward a breakdown of incalculable costs

We believe that as of July 2012 Europe is sleepwalking toward a disaster of incalculable proportions. Over the last few weeks, the situation in the debtor countries has deteriorated dramatically. The sense of a never-ending crisis, with one domino falling after another, must be reversed. The last domino, Spain, is days away from a liquidity crisis, according to its own finance minister. This dramatic situation is the result of a euro zone system, which as it is currently constructed, is thoroughly broken. The cause is a systemic failure that exacerbated a boom in capital flows and credit and complicated its aftermath after the boom turned to bust. It is the responsibility of all European nations that were parties to its flawed design, construction, and implementation to contribute to a solution. This does not mean that the costs of the crisis should be socialised across euro zone citizens: systemic failure does not absolve from responsibility individuals, banks, and supervisors who took or oversaw imprudent lending and borrowing decisions. But it does mean that the extent to which markets are currently meting out punishment against specific countries may be a poor reflection of national responsibility, and that a successful crisis response must be collective and embody some burden sharing across countries. Absent this collective constructive response, the euro will disintegrate.

European leaders recognise the need for a collective response. Yet, the euro zone has been drifting toward breakup for several months now, notwithstanding the incalculable economic losses and human suffering that this would entail. The cause of this has been the failure of surplus and deficit countries to agree on an action plan that both reassures financial markets and addresses the needs and concerns of the public in both sets of countries. Deepening recessions and high unemployment are tearing at the social fabric in the deficit countries and causing enormous and avoidable human suffering. Alleviating this suffering should be the first priority of euro zone policymakers. Moreover, the sense that there is no end in sight is undermining public support for fiscal adjustment and structural reform and fuelling capital flight. At the same time, growing crisis-related liabilities and a view that reform in the deficit countries will only succeed under pressure have undermined public support in the surplus countries for a stepped-up crisis response. Rising adjustment fatigue in the south has been matched by increasing support fatigue in the north.

Solving the current crisis is not a zero-sum game. Instead, it is a win-win choice for both creditor and debtor countries.¹ The economic and political losses that a euro breakup will bring about are likely to be an order of magnitude larger than the potential transfers required to solve the legacy problems. However, lack of trust between creditors and debtors is stopping them from arriving at mutually beneficial solutions. For example, if the deficit countries could credibly commit to fiscal rules that bring the ratio of national debt to GDP down to reasonable levels in the long run, then the surplus countries would have little objection to new debt issues in the short run to support countercyclical fiscal policies in the deficit countries, since these additional debts would be temporary and could be repaid. The problem is that it is difficult for the deficit countries to make a credible long-term commitment to fiscal prudence since that would bind future voters. What is needed are creative ways to solve this problem by making support available in sufficient amounts, but also under safeguards and conditions that are both perceived as fair by debtor country voters and credible by creditor country voters and the financial markets.

Although they contained steps in the right direction, the measures announced by euro zone policy makers on June 29 and again on July 9 did not meet this threshold. Agreeing on a timetable for creating a single euro area banking supervisory body and subsequently allowing direct bank recapitalisation from the European Stability Mechanism (ESM) would help to address critical shortcomings of the euro zone design and the crisis response so far. However, the summit did not present a convincing plan to stop the downward economic spiral in the deficit countries. Stabilising bond yields based only on existing ESM resources and investment projects financed mainly by existing E.U. structural funds and the European Investment Bank (EIB) do not add up to a convincing package. Furthermore, the summit offered no shared vision for the long run beyond the agreement on common European banking supervision. But such a vision is needed to restore the credibility of the currency union in the eyes of both investors and the general public, and hence to restore confidence in government bond markets and stop capital flight from the deficit countries.

II. A new strategy which recognizes large common gains

* Participaron de las discusiones los siguientes miembros del consejo: Erik Bergl f, Peter Bofinger, Giancarlo Corsetti, Paul De Grauwe, Guillermo de la Dehesa, Lars Feld, Jean-Paul Fitoussi, Luis Garicano, Daniel Gros, Kevin O'Rourke, Lucrezia Reichlin, H l ne Rey, André Sapir, Dennis Snower, Hans-Joachim Voth, and Beatrice Weder di Mauro (los mismos, más Patrick Artus, aparecen como firmantes del documento); asesores Sergei Guriev, Harold James, Rob Johnson, Leif Pargrotsky, Adam Posen, George Soros; invitados o relatores, Heather Grabbe, Peter Jungen, Olli Rehn, Guntram Wolff, Philippe Legrain y André Wilkens, Sony Kapoor y Jeromin Zettelmeyer. Este documento fue escrito por Luis Garicano y Jeromin Zettelmeyer y refleja los comentarios de los miembros del consejo.

A comprehensive action plan must meet four objectives.

- It must restore faith in the euro area and the European Union through a credible promise of a better tomorrow that holds the prospect for greater welfare and more stability
- It must stabilise interest costs and reverse the decline of output and employment in the deficit countries;
- It must be conducive to a reduction in debt levels over the medium term – including public debt in Italy and private debt in Spain, but also elsewhere – and support the continued reduction of balance of payment imbalances within the euro zone;
- It must address the fundamental structural flaws in the currency union, both to make the single currency credible again as a long-term proposition and to make it much less likely that a crisis as we are witnessing today will ever recur in the euro zone.

The challenge of coming up with such a plan relates in part to actual or perceived conflicts between these objectives. Stabilising output and employment in the recession-struck deficit countries is impossible without delaying some of the on-going fiscal adjustment and channelling more support to the deficit countries. From the perspective of the surplus countries this raises two concerns: how to provide support without overstressing the fiscal resources in the surplus countries themselves, and how maintain incentives for adjustment in the event that stabilisation succeeds. A related concern is whether the currency union is workable without permanent transfers in the future. Except in the context of a European super-state in which financing and control of spending are tightly linked, a majority of the population in the surplus countries believes that a permanent “transfer union” is too high a price to pay for the preservation of the single currency, even if the alternative is a catastrophic crisis. The resistance to scaled-up support as a means of getting out of the current crisis is in part due to the fact that it is viewed as the first step toward such a “transfer union”.

Hence, the Council believes that the critical requirement for tackling the crisis is to separate the solution of the “legacy problem” – stopping the on-going recessions, reducing debt levels, and lowering current account surpluses and deficits within the currency union – from the problem of fixing the structural flaws of the euro zone for the long term. The former requires significant burden sharing. But it does not follow that the latter requires permanent transfers or jointly and severally issued debt.

As far as the legacy costs are concerned, European policy makers in the surplus countries must make an effort to convince their voters that significant burden-sharing is not only necessary to stop the crisis, but also just, and that it can be reconciled with – and indeed is necessary for – good incentives.

- It is *necessary* because deficit countries will otherwise remain stuck in a spiral where fiscal adjustment depresses output in the short run, making it harder for the private sector to repay its debts, putting pressure on asset prices and asset quality of banks, constraining credit, and further depressing output and revenue, which undermines fiscal adjustment. This leads to a breakup of the euro zone, which imposes largely avoidable but very high economic and other costs on both surplus and deficit countries.
- It is *just* because the problems that the deficit countries are struggling with were not caused by these countries in isolation, but were the result of a flawed euro zone design that encouraged both reckless borrowing (in the deficit countries) and reckless lending (in the surplus countries). Hence, all countries that signed up to this design, and took part in the lending and borrowing boom, bear responsibility for the crisis.
- It is consistent with good incentives as long as (1) the burden of paying for financial system losses is in the first instance taken

not only by the equity holders but also the *creditors* of the banks that were engaged in over-lending (both in surplus and deficit countries), and only in the second instance by the taxpayers standing behind the banks and bank creditors; (2) it takes a medium term view, in which high debt countries commit to adjustment paths and receive support conditional on continued adjustment.

As far as the long-term vision is concerned, we do not believe that euro zone bonds, or a full fiscal union, are necessary to ensure a functioning economic and monetary union. Instead, the extent of fiscal union must be determined by the needs of the financial union (particularly the institutions governing the integrated European Monetary Union (EMU) banking sector) that is the necessary complement to the EMU as a means to foster economic prosperity. While many Council members believe that further fiscal and political integration in Europe is desirable, we do not believe that they are necessary to make an economic system with a single currency viable. Thus, our proposal aims to build the minimum set of institutions necessary to exit the current crisis, and establish a solid future foundation for the euro.

Consistent with the view that any plan to overcome the crisis must begin by restoring the credibility of an economically prosperous system that embodies a single currency, the remainder of this note begins with a long-run vision. This represents the Council’s view on the minimal institutional framework to ensure that the currency union functions as originally intended: that is, as a financially stable area that promotes the single European market and long-run growth and can function without persistent transfers from surplus to deficit countries. The short-run vision is about creating the conditions to recover output and employment growth while maintaining incentives for adjustment and reform to enhance fiscal solvency, reduce excessive debt, and narrow current account imbalances.

III. A long-run solution that limits mutualisation is achievable and sufficient

Although there is disagreement on which specific deficiencies are most to be blamed for the current crisis, there is broad agreement within the Council (and outside) on three categories of problems that are inherent to the currency union as it is presently set up.

- Raising monetary policy to a supranational level while maintaining fiscal policy and banking supervision at the national level can create distortions that encourage over-borrowing and over-lending, both private and public. Membership in a currency union implies automatic access to official balance of payments financing. This mitigates the impact of a sudden reversal of capital flows, whatever its trigger, and hence the country-level costs of crises. At the same time, currency unions lead to closer economic and financial linkages, which imply that country-level crises have larger cross-country repercussions. This argues for stronger centralised control over both fiscal policy and banking supervision; and possibly also coordination on structural measures to prevent balance of payment imbalances from becoming chronic.
- Giving up national-level control over the money supply exposes members of a currency union – particularly one where the central bank’s mandate prohibits monetary financing of public debt issuance – to rollover crises with respect to their public debt. With no recourse to the printing press in an emergency, these could induce self-fulfilling fiscal crises. Contagion from Greece to other euro zone members like Spain and Italy is often interpreted in this light.
- Giving up exchange rate adjustment exposes members of the

currency union to painful and long adjustment processes in the case of real overvaluation (induced, for example, by over-lending in the real estate sector).

- The lessons from this are three-fold. First, that more euro-area level fiscal policy adjustments may be needed to counter the impact of a monetary policy designed for an average that is too tight for some countries and too loose for others. Second, that sound financial regulation, especially the macro prudential variety, is even more important within the euro area than outside it. And third, that the exercise of monetary policy within the euro area may benefit from the use of additional policy tools such as differentiated credit reserve ratios and countercyclical real estate taxes that could help design policy so it is more customized to prevailing economic circumstances in different member states

The creators of Europe's currency union recognised the risk of fiscal free riding, which they sought to discourage by imposing a set of deficit and debt rules. However, the remaining risks were not fully appreciated, and no instruments were put in place to contain them. The result was excessive private borrowing and lending in Ireland, Spain, and other countries whose currency risk had been sharply reduced by EMU membership, fuelled by capital inflows from the surplus countries. At the same time, fiscal rules failed to constrain public borrowing in several countries (including France and Germany), and allowed at least one country, Greece, to accumulate unsustainable public debt. These borrowing sprees were cut short by the 2008-2009 crisis and recession, triggering private insolvencies and putting pressure on public finances as a result of both revenue collapses, automatic stabilizers, and the socialisation of banking losses. Fiscal adjustment was also complicated by sharp rises in public borrowing costs that arguably incorporated a self-fulfilling element. The clearest example for this is Italy, a country that avoided both public and private borrowing sprees but was nonetheless vulnerable because of its high public debt level. Finally, deficit countries suffered a real appreciation that was very costly to correct since only real (and not nominal) variables were available to rectify it by individual member states in the absence of flexible exchange rates.

In light of this diagnosis, financial resilience in the currency union requires reforms in five areas. These can build on on-going, but still incomplete reforms undertaken in the recent past.

- *Banking union.* Financial integration is critical to a stable union. The diabolical loop between banks and sovereigns is dragging both down as each rescues the other, most notably in Spain and Ireland, and could do the same elsewhere. As confidence disappears and investors run away, only the states finance the banks and only the banks fund the state. Breaking this nexus requires making the stability of the banks the concern of the entire union. A common EU or euro zone-level financial supervision and resolution agency must be established, either in the European Central Bank (ECB) or both in the ECB and in the form of a new agency with authority over national supervisors. National resolution regimes would need to be unified in a system that ensures the write-off of all bank debt or bail in (except deposits up to the insured limit) before tax payers are asked for funds. A European deposit insurance mechanism, based on industry premiums, should either replace or reinsure the existing national-level mechanisms after these have been reviewed (and if necessary, replenished) to offer consistent levels of initial protection. An additional fund for the resolution of systemically important institutions should be established, financed by a "systemic risk levy." Residual fiscal risk would be shared between the country level and the euro zone level, in recognition of the fact that some policy and supervisory responsibility would remain at the national level. The EU-level backstop would take the form of "catastrophic loss insurance" in case fiscal costs of a banking crisis exceed a specified level (e.g. 20% of GDP). There are several ways of structuring this backstop, for example via the ESM.
- *Financial Reform.* Many, though not all, of the problems encountered in the euro crisis can be attributed directly or indirectly to a malfunctioning of the financial sector. The European Union has embarked on a substantial program of financial reform that seeks to make the financial system more stable, more transparent, and less rent-seeking. But much more needs to be done on this front. There is an urgent need to ask and answer the question: "What sort of financial system best serves the needs of the real economy?" Only by implementing far-reaching reforms that will necessarily include structural changes to the financial system can the E.U. hope to tackle the problems of chronic low growth rates and financial instability. These reforms are a prerequisite for any form of a financial union to be politically acceptable to citizens.
- *Fiscal controls.* A significant step toward discouraging fiscal free riding is the March 2012 "fiscal compact," which seeks to anchor E.U. fiscal rules in national legislation while maintaining some scope for countercyclical policy. However, in the context of national democracies, fiscal rules can never be 100% credible since national legislation can always be changed through an act of parliament—this is the essence of democracy. The fiscal compact has gone as far as possible in ensuring commitment to the rule and credibility of the rule within the democratic context of each sovereign state. These tensions would be diminished, if not eliminated entirely, within the context of a federal political union. Some members of the Council see a move toward a federal political union as a necessary development of the euro area. In the short run, the externalities associated with deviations from nationally approved fiscal rules have to be contained via euro area-level automatic adjustment levels. For example, some VAT rates could be automatically altered to provide at least a partial corrective mechanism, or alternatively limits to government expenditures could be imposed. The Council believes the fiscal compact must allow for a larger scope for countercyclical fiscal policy: provided that euro area level automatic adjustments are in place, there can be little objection to allowing countries in deep recession the opportunity to provide greater fiscal stimulus than that allowed by the current fiscal compact. To ensure democratic accountability, the institution in charge of the fiscal surveillance should be accountable to the European Parliament.
- *A euro zone-level lender of last resort to governments that respect the fiscal compact.* Ideally, this would be the ECB. The ESM will also be able to play this role, notwithstanding its limited volume in the steady state, once public debt levels are reduced significantly from the current size, and once flights of capital across countries are mitigated via a common risk-free asset (see below). Allowing the ESM to have enough "firepower" to achieve this aim requires that it be given a banking license so that it can access the ECB's discount window.
- *A debt-restructuring regime for countries that are not eligible for ESM financing.* Unless there is a regime that provides an orderly alternative to chaotic default within the euro zone, exclusion of crisis countries that violate the fiscal compact from the ESM will be circumvented through ad-hoc bailouts by the official sector. It is precisely this fear that is fuelling the "bottomless pit" theory of the currency union in some of the creditor countries.
- *A common risk-free asset not tied to or issued by a specific country.* This would ensure that pure panics – sudden drops in risk appetite of investors – take the form of flights to safety

from between asset classes, rather than between countries. Moreover, such assets are essential in modern financial systems, both as collateral for derivative transactions and for prudent bank regulation purposes. A substantial part of any bank's balance sheet must be in safe assets, as defined by the financial regulators, and having it in a euro area-asset would help cut the link between the sovereign and its banking system. Also, the conduct of monetary policy requires the central bank to exchange money for safe bonds. Finally, the provision of such a safe asset would allow euro zone members the ability to capture the liquidity premium that comes with the provision of this safe asset, and thus would represent a significant source of new income. Such assets could be created without joint and several liabilities across countries².

While these reforms would take euro zone institutions significantly beyond the status quo (particularly the banking union and the debt restructuring regime) it is important to note what is not in the proposal: a permanent mechanism for common euro zone debt issuance and a mechanism for countercyclical fiscal transfers³. Indeed, there is no common liability in any of our long-term proposals beyond those necessary to establish and backstop the banking union and the ESM, and both are subject to strict safeguards. While some Council members favoured going beyond this minimal level of "fiscal union" (for example, through a permanent joint and several guarantee on a portion of member countries' debt, or via common European unemployment insurance), other Council members felt that this would be practically and/or politically extremely difficult, particularly at the present juncture.

IV. Urgent short-run measures

The institutional reforms described above would be sufficient to put the euro zone on a firm footing only if they are accompanied by a successful adjustment process that unwinds the high debt levels and losses in competitiveness accumulated during the pre-crisis and crisis periods in a number of countries. The dilemma is how to do this in the middle of recessions that are beginning to strain some societies to the breaking point, and in light of the overwhelming size, power, and (so far) scepticism of financial markets. The answer must involve a combination of extraordinary measures, which include fiscal-structural reforms aimed at minimising the immediate output cost of real exchange rate and fiscal adjustment, support from existing funds (the European Financial Stability Facility and European Stability Mechanism), additional support from surplus countries, voluntary debt restructuring, an exceptional role for the ECB, and exceptional emergency macroeconomic and monetary policy measures.

- *Partial and temporary mutualisation of legacy debt.* The legacy debt is partly the result of the bad design of the euro, as well of bad policies of the member states combined with the powerful pressures brought on by the global financial crisis of 2007-2008. Our group rejected the need for large-scale permanent mutualisation of government debt as a necessary feature of the euro zone. However, dealing with the legacy problem requires official support for countries pursuing adequate fiscal adjustment. Our Council endorses the proposals of the German Council of Economic Experts to provide progressively a guarantee on the legacy debt for countries pursuing adequate fiscal adjustment under the E.U. excessive deficit procedure. To provide the right incentives this would take the form of a guarantee on new debt issuance up to a pre-agreed threshold. The agency initially executing these purchases could be the EFSF/ESM, backed by an E.U.-level commitment to a larger "redemption fund" backed by either additional capital or the

power to issue bills under a joint and several guarantee if this were to prove necessary. The ESM could also receive a banking license to ensure that it had adequate fire power, or if its direct borrowing from the ECB were considered in violation of the treaty, its debt could be the primary tool in the secondary purchases of the ECB.

- *Voluntary debt restructuring could take the form of offering to exchange existing bonds for new bonds with the same face value and coupons but longer maturities (say, the original payment dates plus 5 years).* While such an operation would not affect headline debt-to-GDP ratios, it could reduce the present value of the debt burden and create cash flow relief in the short- and medium-term (possibly beyond the horizon envisaged for official support of new debt issues). To create incentives for private sectors to accept the exchange offer, the new debt would be issued under foreign law. In addition, a short-term "sweetener" could be offered (cash or ESM bills), particularly to bond holders with shorter residual maturity, which could be financed by long-term government borrowing from the ESM. As a further incentive, the new debt could be treated *pari passu* with the ESM; while the existing debt would remain subordinated to ESM loans used to finance the "sweetener".
- *Fiscal-structural reforms that focus on:*
 - o reforms aimed at restoring solvency without creating a direct output cost (e.g. raising the pension age);
 - o reforms that may have output costs and/or fiscal costs in the short-run but create lasting improvements in fiscal solvency and competitiveness (e.g. staff reductions in bloated public administrations, labour market reform); and
 - o "fiscal devaluations" that use financial instruments to lower labour costs in a fiscally neutral way (essentially, by substituting payroll taxes with indirect taxes).

The second group of measures could be financed (and their contractionary impact blunted) through a combination of outright transfers from the EU budget and low interest loans from the EFSF/ESM.

- *A temporary role for the ECB in the crisis.* Putting in place all of the above mechanisms will take time. Convincing steps toward a banking union and a medium-term debt reduction plan backed by temporary guarantees should give the ECB room to act more forcefully in the market for sovereign debt and also for communicating to the market that this tool will be used actively. In particular, given that the fiscal compact has gone far in ensuring commitment to a fiscal rule and credibility within the democratic context of each sovereign state, and given that for Spain and Italy we are dealing with self fulfilling fiscal crises, we believe that the ECB could and should be committing to much larger interventions in the market for debt of sovereigns who are meeting their obligations. We believe that this intervention is a condition for making the transmission mechanism of monetary policy work in all member states, and it is therefore in line with its mandate.
- *Emergency macroeconomic and monetary policy measures.* The last 10 years have bequeathed the euro zone with a legacy economic crisis as well as legacy financial problems, and as stated above solving this crisis is the first priority of policy makers. Indeed, without solving the economic crisis, the euro zone will eventually collapse. The Council notes that even the gold standard embodied implicit emergency clauses allowing the normal rules to be suspended during times of crisis, and this is a time of existential crisis for the euro zone. The deficiency of aggregate demand at present leaves many resources unnecessarily idle, narrows the tax base at a time of fiscal stress, and is on the cusp of rendering the euro zone

system socially unsustainable. In addition, the euro zone must meet the challenge of reducing the large cumulative divergence in competitiveness between member countries. Any plan to achieve adjustment of relative prices of this magnitude must avoid absolute deflation in any country, which will aggravate debt burdens. Thus price level growth in surplus countries cannot be so slow as to force deflation upon a broad array of deficit countries already on the cusp of depression. The ECB must use all tools (conventional and non conventional) to ensure a more homogeneous transmission of monetary policy. As the IMF has suggested, monetary policy should be accommodative during this emergency period, using both conventional and non-conventional policies to support nominal GDP and facilitate the real exchange rate adjustments needed. Surplus countries with fiscal space should use that space to help maintain aggregate demand in the euro zone as a whole. And euro zone member states should explore as a matter of urgency whether there is greater scope for EU institutions to promote EU-wide growth.

The time horizon envisaged for these extraordinary measures could encompass about five years. Following this initial phase, public debt reduction in line with agreed EU fiscal rules would need to continue in some of the present high-debt countries, such as Italy. However, the presumption is that with the benefit of economic recovery and fiscal-structural measures already undertaken, continued debt reduction could take place without external financial support. Hence, to reassure the public in the creditor countries that financial support – particularly, with regard to supporting the prices of new debt issues in the deficit countries – will not turn into a “bottomless pit” there could be an agreed cap on such support guided by the expectation that price support will not continue beyond five years.

A complicating factor in the adjustment process described above is uncertainty on the extent of housing price declines, and hence the quality of the mortgage loan portfolio, in the banking systems of countries such as Spain. In dealing with this uncertainty, it is necessary to strike a balance between the principle that unrecoverable banking system losses that were incurred under the auspices of national supervisors should in the first instance be absorbed at the national level, and the fact that there are limits to the national capacity to absorb such losses without endangering the entire adjustment and reform process. In line with the logic of Paragraph 7 for a future banking union, it is proposed to deal with

this tension by setting a national “first loss” limit, and allowing the ESM to undertake direct capital injections into national banking system when national recapitalisation costs exceed that limit. This commitment to “catastrophic loss insurance” at the euro zone-level should be made conditional on euro zone-level conditionality to the national resolution process from the outset. It should also retroactively apply to other countries, such as Ireland.

V. Non-Consensual Views

A majority of Council members take the view that fiscal devaluations in the deficit countries should be supported by fiscal revaluations in Germany and some of the other surplus countries (e.g. to equalise real effective exchange rates in France, Germany and Italy).

A minority of Council members believe that avoiding future crises requires changing the statute of the ECB toward a dual mandate that includes output and employment objectives, and that the price stability objective should be revised to target nominal GDP growth.

[...]

Notas

¹ This note uses the terms “surplus countries”, “creditor countries”, or “north” interchangeably to refer to countries such as Austria, Finland, Germany, Netherlands, and the Slovak Republic; and “deficit countries”, “debtor countries”, “crisis countries” or “south” to refer primarily to Italy and Spain. Ireland, Portugal, Greece, and Cyprus could also be considered to be in this group, but their situation is somewhat different because they are in IMF-EU supported adjustment programmes. We avoid the “centre” versus “periphery” terminology that has become engrained in the last year because a country such as Italy is too central to Europe –geographically, economically, and historically– to be considered part of the “periphery”.

² See Brunnermeier et al. “European Safe Bonds (ESBies)”, Euro-nomics group, September 2011.

³ For a recent proposal that contains both of these elements, see Enderlein et al., “Completing the Euro”, Report of the Tommaso Padoa-Schioppa Group, June 2012.

LA TRAGEDIA DE LA UNIÓN EUROPEA*

George Soros

*Este documento fue escrito por George Soros, hijo de padre esperantista, financiero de origen húngaro y naturalizado estadounidense, una de las más conspicuas fortunas del mundo. Une conocimientos sobre los mecanismos especulativos financieros internacionales (de los cuales fue gran protagonista, como perdedor y ganador hasta el año 2000) a aquellos filosóficos –es graduado en filosofía, es conocida su amistad con Karl Popper y su afinidad con la idea de sociedad abierta desarrollada por éste. Comprometido con la democratización de los países de Europa central, de la cual participó con su actividad filantrópica a favor de movimientos e instituciones académicas. De larga trayectoria e indudable experiencia internacional, anunció en su libro de 1999, La crisis del capitalismo global**, los problemas con que se enfrentaría el mundo a partir de 2008. En ese mismo año publicó otra reflexión sobre la crisis: The New Paradigm for Financial Markets: The Credit Crisis of 2008 and What It Means***. Actualmente se desempeña como presidente de la Soros Fund Management y del Open Society Institute; es también miembro del consejo directivo del Council on Foreign Relations.*

Como ferviente europeísta, comenzó a señalar hace algunos años el peligro de que las posturas monetaristas de la actual Unión Europea terminen destruyendo la integración. Este artículo es un llamado a una profunda revisión de los instrumentos analíticos que predominan en Europa en la actualidad, así como de las recetas políticas con las cuales la Unión Europea esta tratando de enfrentar la actual crisis.

Yo he sido un ferviente partidario de la Unión Europea como encarnación de una sociedad abierta: una asociación voluntaria de Estados iguales que cedieron parte de su soberanía por el bien común. La crisis del euro está convirtiendo ahora a la Unión Europea en algo fundamentalmente diferente. Los países miembros están divididos en dos clases –acreedores y deudores– y los acreedores son los que mandan: Alemania, el principal de ellos. Conforme a las políticas actuales, los países deudores pagan primas de riesgo cuantiosas para financiar su deuda estatal, lo que se refleja en el costo de su financiación en general, los ha llevado a la depresión y los ha colocado en una gran desventaja competitiva que amenaza con volverse permanente.

No es el resultado de un plan deliberado, sino de una serie de errores en la formulación de políticas que comenzaron cuando se introdujo el euro. Todo el mundo sabía que el euro era una moneda incompleta: tenía un banco central, pero no un tesoro público. Pero los países miembros no advirtieron que, al renunciar al derecho a imprimir su propia moneda, se exponían al riesgo de suspensión de pagos. Los mercados financieros no lo comprendieron hasta el comienzo de la crisis griega. Las autoridades financieras no entendieron el problema y menos aún vieron una solución. Así, pues, intentaron ganar tiempo, pero, en lugar de mejorar, la situación se deterioró. Se debió enteramente a la falta de comprensión y de unidad.

Se podría haber detenido e invertido esa evolución de los acontecimientos casi en cualquier momento, pero para ello habría sido necesario un plan acordado y abundantes recursos financieros con los que ejecutarlo. Alemania, como mayor país acreedor, dirigía, pero era reacia a aceptar más responsabilidades; a consecuencia de ello, se desaprovecharon todas las oportunidades de resolver la crisis. Ésta se propagó de Grecia a otros países con déficit y más adelante la propia supervivencia del euro quedó en entredicho. Como una ruptura del euro causaría un daño inmenso a todos los países miembros y en particular a Alemania, ésta seguirá haciendo el mínimo necesario para mantener la integridad del euro.

Las políticas aplicadas bajo la dirección alemana probablemente mantendrán el euro unido durante un tiempo, pero no para siempre. La permanente división de la Unión Europea entre países acreedores y deudores, los primeros de los cuales dictan las condiciones, es políticamente inaceptable. Si el euro se rompe con el tiempo y cuando así sea, destruirá el mercado común y la Unión Europea. Europa se encontrará en una situación peor que la que tenía cuando se inició la operación de unirse, porque la ruptura dejará una herencia de desconfianza y hostilidad mutuas. Cuanto más tarde en producirse, peor será el resultado final. Se trata de una perspectiva tan sombría, que ha llegado la hora de examinar opciones substitutivas que hasta hace poco se habrían considerado inconcebibles.

A mi juicio, la mejor opción es la de convencer a Alemania para que elija entre pasar a ser un hegemon más benévolo o abandonar el euro. Dicho de otro modo, Alemania debe dirigir o marcharse. Como toda la deuda acumulada está denominada en euros, revise importancia decisiva quién permanezca al mando del euro¹. Si Alemania se marchara, el euro se depreciaría. La carga de la deuda seguiría siendo la misma en términos nominales, pero disminuiría en términos reales. Los países deudores recuperarían su competitividad, porque sus exportaciones se abaratarían y sus importaciones se encarecerían. Además, se apreciaría también el valor de sus propiedades inmobiliarias en términos nominales, es decir, que valdrían más en euros depreciados. En cambio, los países acreedores sufrirían pérdidas en sus inversiones en la zona del euro y también en sus haberes dentro del sistema de pagos del euro. La magnitud de dichas pérdidas dependería del grado de depreciación; así, pues, los países acreedores tendrían interés en mantener la depreciación dentro de ciertos límites.

El resultado final haría realidad el sueño de John Maynard Keynes de un sistema monetario internacional en el que tanto los acreedores como los deudores compartan la obligación de mantener la estabilidad y Europa escaparía de la depresión que se cierne sobre ella. Se

*El documento es la versión escrita de un discurso pronunciado por Soros en Berlín el 10 de septiembre de 2012 [disponible en www.youtube.com/watch?v=DYRwajZzFcc]. Tuvo larga difusión en los medios europeos y norteamericanos. Apareció como editorial en *El País* del 9 de septiembre 2012 [disponible en http://elpais.com/elpais/2012/09/06/opinion/1346961403_177822.html] y, como artículo, en *The New York Review of Books* del 27 de septiembre 2012 [disponible en <http://www.nybooks.com/articles/archives/2012/sep/27/tragedy-european-union-and-how-resolve-it/?pagination=false>]. Se reproduce aquí con algunos cortes menores de texto.

** Versión en castellano, *La crisis del capitalismo global*, Madrid, Debate, 1999.

*** Versión en castellano, *El nuevo paradigma de los mercados financieros*, Madrid, Taurus, 2008.

podría lograr el mismo resultado con menos costo para Alemania, si ésta optara por hacer de hegemon benévolo, lo que significaría:

- 1) crear un campo de juego más o menos igual para países deudores y acreedores y
- 2) fijar el objetivo de crecimiento nominal en un máximo del cinco por ciento o, dicho de otro modo, que se debe permitir a Europa salir del endeudamiento excesivo mediante el crecimiento, lo que entrañaría un mayor grado de inflación que la que probablemente apruebe el Bundesbank.

Tanto si Alemania decide dirigir como si decide marcharse, cualquiera de las dos opciones sería mejor que la de continuar con el rumbo actual. La dificultad estriba en convencer a Alemania de que sus políticas actuales están conduciendo a una depresión prolongada, conflictos políticos y sociales y una posible ruptura no sólo del euro, sino también de la Unión Europea. ¿Cómo se podría convencer a Alemania para que eligiera entre aceptar las responsabilidades que un hegemon benévolo está dispuesto a hacer suyas o dejar el euro en manos de los países deudores, que estarían mucho mejor económicamente solos? Ésa es la pregunta que voy a intentar responder.

¿Cómo hemos llegado hasta aquí?

Cuando sólo era una aspiración, la Unión Europea era lo que los psicólogos llaman un “objeto fantasmático”, un objetivo deseable que cautivó la imaginación de muchas personas, incluida la mía. Lo consideré la encarnación de una sociedad abierta. Había cinco Estados grandes y varios pequeños y todos ellos subscribieron los principios de la democracia, la libertad individual, los derechos humanos y el imperio de la ley. Ninguna nación ni nacionalidad tenía una posición dominante. Aunque se acusó con frecuencia a la burocracia de Bruselas de “déficit democrático”, los parlamentos democráticamente elegidos tenían que dar su aprobación a las medidas más importantes.

El proceso de integración fue encabezado por un pequeño grupo de estadistas con visión de futuro que practicaron lo que Karl Popper llamó ingeniería social fraccionada. Reconocieron que la perfección es inalcanzable, por lo que fijaron objetivos limitados y plazos firmes y después movilizaron la voluntad política para dar un pequeño paso adelante, sabiendo perfectamente que, cuando lo logaran, su insuficiencia resultaría patente y requeriría otro paso. El proceso se alimentó de su propio éxito, de forma muy parecida a una burbuja financiera. Así es como la Comunidad del Carbón y del Acero se transformó gradualmente en la Unión Europea, paso a paso.

Francia y Alemania estuvieron en la vanguardia de la operación. Cuando el imperio soviético empezó a desintegrarse, los dirigentes de Alemania comprendieron que la reunificación sólo era posible en el marco de una Europa más unida y estuvieron dispuestos a hacer considerables sacrificios para lograrla. A la hora de negociar, estuvieron dispuestos a hacer una contribución un poco mayor y recibir un poco menos que los demás, con lo que facilitaron el acuerdo. En aquel momento, los estadistas alemanes solían afirmar que Alemania no tenía una política exterior independiente, sino sólo europea, lo que propició una aceleración espectacular del proceso, que culminó con la firma del Tratado de Maastricht en 1992 y la introducción del euro en 2002.

El Tratado de Maastricht tenía fallos fundamentales. Los arquitectos del euro reconocieron que era un concepto incompleto: tenía un banco central común, pero carecía de un tesoro público común que pudiera emitir bonos como obligaciones de todos los Estados miembros. Aún existe resistencia a los eurobonos en Alemania y otros países acreedores. Sin embargo, los arquitectos creían que, cuando fuera necesario, se podría engendrar la voluntad política para dar los pasos necesarios

hacia una unión política. Al fin y al cabo, así es como nació la Unión Europea. Lamentablemente, el euro tenía muchos otros defectos, de los que ni los arquitectos ni los Estados miembros fueron del todo conscientes. Los reveló la crisis financiera del período 2007-2008, que puso en marcha un proceso de desintegración.

En la semana que siguió a la quiebra de Lehman Brothers, los mercados financieros mundiales se desmoronaron y hubo que apoyarlos infundiéndoles una vida artificial. Para ello, hubo que substituir el crédito de las entidades financieras que los mercados habían dejado de aceptar por el crédito soberano (en forma de garantías de los bancos centrales y déficits presupuestarios). El papel fundamental que se atribuyó al crédito soberano reveló un fallo en el euro que había permanecido oculto hasta entonces y que aún no se ha reconocido adecuadamente. Al transferir al Banco Central Europeo su anterior derecho a imprimir moneda, los Estados miembros expusieron su crédito soberano al riesgo de suspensión de pagos. Los países desarrollados que controlan su moneda no tienen motivo para suspender pagos; siempre pueden imprimir moneda. Ésta puede depreciarse, pero el riesgo de suspensión de pagos es prácticamente inexistente. En cambio, los países menos desarrollados que se endeudan en una moneda extranjera tienen que pagar primas que reflejan el riesgo de suspensión de pagos. Para colmo de males, los mercados financieros pueden abocar en realidad a dichos países a la suspensión de pagos mediante operaciones bajistas: vendiendo a corto plazo los bonos de dichos países, lo que aumenta el costo del endeudamiento y refuerza el temor a una inminente suspensión de pagos. Cuando se introdujo el euro, se consideraron carentes de riesgo los bonos estatales. Los reguladores permitieron a los bancos comprar cantidades ilimitadas de bonos estatales sin dejar en reserva recursos propios y el Banco Central Europeo aceptó todos los bonos estatales en su ventanilla de descuentos en condiciones de igualdad, con lo que a los bancos comerciales les resultó ventajoso acumular los bonos de los países miembros más débiles, que rendían unos tipos de interés ligeramente superiores, para ganar algunos puntos básicos suplementarios.

A raíz de la crisis de Lehman Brothers, Angela Merkel declaró que cada uno de los países por separado –y no la Unión Europea conjuntamente– debía ofrecer la garantía de que no se permitiría que quebrara ninguna otra entidad financiera sistémicamente importante. Ése fue el primer paso en un proceso de desintegración que ahora amenaza con destruir a la Unión Europea.

Los mercados financieros tardaron más de un año en comprender las consecuencias de la declaración de la Canciller Merkel, con lo que demostraron que funcionan con un conocimiento no precisamente perfecto. Sólo a finales de 2009, cuando el recién elegido Gobierno de Grecia anunció que el Gobierno anterior había hecho trampa y el déficit superaba el 12 por ciento del PIB, comprendieron los mercados financieros que los bonos estatales entrañaban importantes riesgos, pese a estar considerados carentes de ellos, y podían provocar en realidad una suspensión de pagos. Cuando por fin lo descubrieron, las primas de riesgo, en forma de rendimientos superiores que los gobiernos debían ofrecer para vender sus bonos, subieron espectacularmente, lo que volvió potencialmente insolventes a los bancos comerciales cuyos balances estaban repletos de dichos bonos y así surgieron un problema de deuda soberana y un problema bancario, unidos en un círculo de retroalimentación reflexiva. Ésos son los dos componentes principales de la crisis que afronta Europa en la actualidad.

Existe un claro paralelismo entre la crisis del euro y la crisis bancaria internacional de 1982. Entonces el FMI y las autoridades bancarias internacionales salvaron el sistema bancario internacional prestando exactamente el dinero suficiente a los países profundamente endeudados para que pudiesen evitar la suspensión de pagos, pero a costa de provocarles una depresión duradera. Latinoamérica sufrió la pérdida de un decenio.

Actualmente Alemania está desempeñando el mismo papel que el FMI entonces. Los marcos difieren, pero el efecto es el mismo. Los acreedores están haciendo recaer en realidad todo el peso del ajuste sobre los países deudores y eludiendo su responsabilidad por los desequilibrios. Resulta interesante que se haya generalizado el uso de los términos “centro” y “periferia” casi inadvertidamente, pese a que resulta evidentemente inapropiado calificar a Italia y España de países periféricos. En realidad, la introducción del euro relegó, sin embargo, a los Estados miembros a la categoría de países menos desarrollados sin que las autoridades europeas ni los países miembros lo advirtieran. Retrospectivamente, ésa es la verdadera causa de la crisis del euro.

Exactamente como en el decenio de 1980, toda la culpa y la carga están recayendo sobre la “periferia” y nunca se ha reconocido adecuadamente la responsabilidad del “centro”. En ese marco, la palabra alemana *Schuld* es reveladora: significa a un tiempo “deuda” y “culpa”. La opinión pública alemana culpa a los países profundamente endeudados de su desgracia y, sin embargo, Alemania no puede eludir su parte de responsabilidad. Como voy a intentar mostrar, la *Schuld* o responsabilidad del “centro” es aún mayor hoy que en la crisis bancaria de 1982. Al crear el euro, el “centro” se guió por las mismas doctrinas económicas falsas a las que se debió la crisis financiera del período 2007-2008. El Tratado de Maastricht dio por sentado que sólo el sector público puede producir déficits crónicos y que los mercados financieros siempre corregirían sus propios excesos. Aunque esas suposiciones fundamentalistas sobre el mercado han quedado refutadas por la crisis financiera del período 2007-2008, las autoridades europeas siguen ateniéndose a ellas. Por ejemplo, trataron la crisis del euro como si fuera un problema puramente fiscal, es decir, presupuestario, pero sólo Grecia reunía las características de una crisis fiscal auténtica. El resto de Europa padecía problemas bancarios y una divergencia en competitividad que dio origen a problemas de balanza de pagos. Las autoridades no entendieron la complejidad de la crisis y menos aún vieron una solución, por lo que intentaron ganar tiempo.

Normalmente, funciona. Los pánicos financieros remiten y las autoridades consiguen un beneficio con su intervención, pero no así esta vez, porque los problemas financieros se combinaron con un proceso de desintegración política. Cuando se estaba creando la Unión Europea, los dirigentes políticos no cesaron de tomar la iniciativa para dar más pasos adelante, pero, después del estallido de la crisis financiera, se aferraron al *status quo*. Comprendieron que el público se había vuelto escéptico sobre una mayor integración. En vista de la penuria, todos los países se preocuparon de proteger sus estrechos intereses nacionales. Cualquier cambio de las normas transferiría poder de las autoridades europeas radicadas en Bruselas para devolvérselo a las nacionales. En consecuencia, se atuvieron a las palabras de los Tratados de Maastricht y de Lisboa como si fueran inamovibles, incluido, por ejemplo, el artículo 123, que prohíbe al Banco Central Europeo prestar dinero a los Estados, con lo que movieron a muchos de los que consideran insostenible e intolerable el *status quo* a adoptar actitudes antieuropeas. Ésa es la dinámica política que ha hecho que la desintegración de la Unión Europea se retroalimente tanto como lo había hecho el proceso de su creación.

Angela Merkel interpretó correctamente a la opinión pública alemana cuando insistió en que cada uno de los países debía hacerse cargo de su propio sistema bancario. En realidad, Alemania ha dado un giro de 180 grados desde la reunificación. Así como había estado dispuesta a hacer considerables sacrificios en pro de la reunificación, ahora que debía pagar sus costos se ha centrado en mantener equilibrado el presupuesto. Lejos de contribuir siempre con un poco más que los demás, Alemania no quiso convertirse en un bolsillo sin fondo para el resto de Europa. En lugar de proclamar que Alemania no tiene otra política que la europea, los medios de comunicación

alemanes empezaron a vilipendiar a la Unión Europea calificándola de “unión de transferencias”, que debilitaría a Alemania.

Para colmo de males, el Bundesbank sigue comprometido con una doctrina monetaria anticuada y profundamente arraigada en la historia de Alemania. Tras la primera guerra mundial, este país tuvo una experiencia traumática con la inflación; en consecuencia, sólo reconoce la inflación como amenaza a la estabilidad y pasa por alto la deflación, que es la auténtica amenaza actual.

Después de que la reunificación hiciera que se disparara la carga de la deuda, Alemania introdujo reformas del mercado laboral y otras reformas estructurales de gran alcance y aprobó una enmienda constitucional que obligaba a equilibrar el presupuesto federal en 2016, lo que funcionó a las mil maravillas. Alemania disfrutó de una recuperación impulsada por la exportación, a la que contribuyeron los auges de la vivienda y del consumo en el resto de Europa. Ahora Alemania aboga por la austeridad fiscal y las reformas estructurales como la panacea para la crisis del euro. ¿Por qué no habría de funcionar ahora para Europa, si lo hizo para Alemania entonces? Por una razón poderosísima: las condiciones económicas son muy diferentes. El sistema financiero mundial está reduciendo su excesivo apalancamiento y las exportaciones están desacelerándose a escala mundial. La austeridad fiscal en Europa está exacerbando una tendencia mundial y abocando a Europa a una trampa de la deuda deflacionista. Cuando demasiados gobiernos profundamente endeudados reducen sus déficits presupuestarios al mismo tiempo, su economía se contrae, por lo que la carga de la deuda como porcentaje del PIB aumenta en realidad. Las autoridades monetarias a escala mundial reconocen ese peligro. El Presidente de la Reserva Federal, Benjamin Bernanke, el Gobernador del Banco de Inglaterra, Mervyn King, e incluso el Gobernador del Banco del Japón, Masaaki Shirakawa, han adoptado medidas monetarias heterodoxas para evitar una trampa de la deuda deflacionaria.

Al público alemán le resulta extraordinariamente difícil entender que Alemania está imponiendo una política equivocada a Europa. La economía alemana no está en crisis. De hecho, hasta ahora Alemania se ha beneficiado en realidad de la crisis del euro, que ha mantenido bajo el tipo de cambio y ha impulsado las exportaciones. Más recientemente, Alemania ha disfrutado de unos tipos de interés extraordinariamente bajos y la fuga de capitales desde los países deudores ha inundado a Alemania con capital, al tiempo que la “periferia” ha tenido que pagar primas de riesgo muy elevadas para conseguir fondos.

No se debe a una perversa conspiración, sino que es una consecuencia no deseada de una evolución de los acontecimientos no prevista. Sin embargo, los políticos alemanes han empezado a ver las ventajas que ha brindado a Alemania, lo que ha empezado a influir en sus decisiones políticas. Alemania se ha visto situada en una posición en la que su actitud determina la política europea. Así, pues, la responsabilidad primordial de que una política de austeridad esté abocando a Europa a la depresión corresponde a Alemania. Con el paso del tiempo, cada vez hay más razones para culpar a esta última por las políticas que está imponiendo a Europa, mientras que el público alemán se siente injustamente acusado. Se trata en verdad de una tragedia de una importancia sin precedentes. Como en las antiguas tragedias griegas, los errores y la pura y simple falta de comprensión tienen consecuencias no deseadas pero fatales.

Si Alemania hubiera estado dispuesta, al principio de la crisis griega, a conceder el crédito que se ofreció en una fase posterior, se podría haber rescatado a Grecia, pero Europa sólo hizo el mínimo necesario para evitar un desplome del sistema financiero y no ha sido suficiente para enderezar la situación. Lo mismo ocurrió con la propagación de la crisis a otros países. Si Alemania hubiera sido capaz de mirar

allende la curva y hubiese estado dispuesta a hacer algo más que lo mínimo, se podría haber detenido la crisis y haberla corregido en cada una de sus fases.

Al comienzo de la crisis, una ruptura del euro era inconcebible. Los activos y obligaciones denominados en una moneda común estaban tan mezclados, que una ruptura habría provocado un desplome incontrolable, pero, a medida que avanzaba la crisis, se ha reorientado progresivamente el sistema financiero conforme a las divisorias nacionales. Los reguladores han tenido tendencia a conceder preferencia al préstamo nacional, los bancos han estado deshaciéndose de los activos de fuera de sus fronteras nacionales y los gestores de riesgo han estado intentando cuadrar los activos y las obligaciones dentro de las fronteras nacionales en lugar de dentro de la zona del euro en conjunto. Si se sigue así, una ruptura del euro resultaría posible sin un desplome, pero dejaría a los bancos centrales de los países acreedores con grandes reclamaciones a los bancos centrales de los países deudores difíciles de recuperar.

[...]

De modo, que la crisis va empeorando cada vez más. Las tensiones en los mercados financieros han alcanzado nuevos máximos, como lo demostró el bajo rendimiento sin precedentes de los bonos del Estado alemán. Aún más revelador es que el rendimiento de los bonos británicos a diez años nunca había sido tan bajo en sus 300 años de historia, mientras que los rendimientos de los bonos españoles han alcanzado nuevos máximos.

La economía real de la zona del euro está declinando, mientras que a Alemania le va relativamente bien, lo que significa que la divergencia se está agrandando. Las dinámicas políticas y sociales están contribuyendo también a la desintegración. La opinión pública, expresada en los resultados de las elecciones recientes, se opone cada vez más a la austeridad y es probable que esa tendencia se intensifique hasta que se corrija la política aplicada. Así, pues, no se puede seguir así.

¿Dónde estamos ahora?

La Cumbre de junio pareció ofrecer la última oportunidad de corregir la política dentro del marco jurídico vigente. Al prepararla, las autoridades europeas, dirigidas por Herman Van Rompuy, Presidente del Consejo Europeo, compuesto de todos los Jefes de Estado o de Gobierno de los Estados miembros de la UE, comprendieron que el rumbo actual conducía al desastre y estaban decididas a analizar las posibles opciones substitutivas. También comprendieron que los problemas bancarios y los de la deuda soberana están vinculados como siameses y no se pueden resolver por separado. Estaban intentando formular una revisión normativa exhaustiva, pero, naturalmente, tenían que consultar a Alemania en cada punto del recorrido. Recibieron su apoyo para la formulación de planes con vistas a una unión bancaria, porque Alemania estaba preocupada por los peligros que entrañaba la fuga de capitales desde los países de la “periferia”. De modo, que aquella parte del programa se formuló mucho mejor que una solución para el problema de la deuda soberana, pese al círculo de retroalimentación reflexiva existente entre los dos.

El costo de la refinanciación de la deuda nacional revistió importancia decisiva para Italia. Al comienzo de la Cumbre de junio, el Primer Ministro Monti declaró que Italia no daría su acuerdo a nada, a no ser que se hiciera algo a ese respecto. Para evitar un fracaso, la Canciller Merkel prometió que Alemania consideraría cualquier propuesta, con tal de que se ajustara al marco jurídico vigente. La Cumbre quedó salvada. Se decidió ultimar los planes para una unión bancaria, permitiendo que los fondos europeos de rescate, el Me-

canismo Europeo de Estabilidad (MEDE) y el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF), recapitalizaran los bancos directamente y, después de una sesión que duró toda la noche, se levantó la reunión. Mario Monti declaró la victoria, pero en las negociaciones posteriores resultó que ninguna propuesta para reducir las primas de riesgo encajaba en el marco jurídico vigente. El plan de utilizar el MEDE para recapitalizar los bancos españoles resultó debilitado también hasta resultar irreconocible cuando la Canciller Merkel hubo de asegurar al Bundestag que España seguiría siendo responsable de cualesquiera pérdidas. Los mercados financieros reaccionaron elevando la prima de riesgo de los bonos españoles a máximos sin precedentes y los rendimientos italianos subieron por simpatía. La crisis estaba de regreso con toda su potencia. Como Alemania estaba inmovilizada por su Tribunal Constitucional, cuya resolución sobre la legalidad del MEDE será anunciada el 12 de septiembre¹, correspondió al Banco Central Europeo (BCE) echar un cable.

Mario Draghi, el Presidente actual del BCE, anunció que éste haría todo lo necesario para preservar el euro conforme a su mandato. El Presidente del Bundesbank, Jens Weidmann, ha subrayado muy explícitamente las limitaciones legales que afectan al BCE desde entonces, pero el representante del Gobierno alemán en el Consejo de Gobierno del BCE, Joerg Asmussen, acudió en apoyo de una intervención ilimitada con el argumento de que estaba en juego la supervivencia del euro. Fue un punto de inflexión. La canciller Merkel estaba respaldando a Mario Draghi, con lo que dejaba al Presidente del Bundesbank aislado en el Consejo de Gobierno del BCE. El Presidente Draghi aprovechó al máximo esa oportunidad. Los mercados financieros se sintieron alentados y se recuperaron y se anticiparon a la decisión del BCE del 6 de septiembre. Lamentablemente, incluso una intervención ilimitada puede no ser suficiente para prevenir que la división de la zona del euro en países acreedores y países deudores llegue a ser permanente. No eliminará las primas de riesgo, sino que sólo las reducirá y es probable que la condicionalidad impuesta a los países deudores por el FEEF los aboque a una trampa deflacionaria. A consecuencia de ello, no podrán recuperar la competitividad hasta que se abandone la aspiración a la reducción de la deuda mediante la austeridad.

La línea de menor resistencia no conduce a la ruptura inmediata del euro, sino a la prórroga indefinida de la crisis. Una ruptura desordenada sería catastrófica para la zona del euro e indirectamente para todo el mundo. Por haber obtenido más beneficios que los demás miembros de dicha zona, Alemania tiene más que perder que ellos... por lo que seguirá haciendo lo mínimo que considere necesario para prevenir la ruptura.

La Unión Europea que surgirá de ese proceso será diametralmente opuesta a la idea de una Unión Europea como encarnación de una sociedad abierta. Será un sistema jerárquico construido con obligaciones de deuda en lugar de una asociación voluntaria de iguales. Habrá dos clases de Estados, los acreedores y los deudores, y los acreedores serán los que estén al mando. Como país acreedor más fuerte, Alemania se alzará como hegemon. La diferenciación de clases se volverá permanente, porque los países deudores tendrán que pagar primas de riesgo cuantiosas para obtener capital y les resultará imposible reducir la distancia que los separa de los países acreedores. La divergencia de resultados económicos, en lugar de reducirse, se agrandará. Los recursos humanos y financieros se verán atraídos hacia el centro y la periferia quedará permanentemente deprimida. Alemania gozará incluso de cierto alivio para sus problemas demográficos gracias a la inmigración de personas con buena formación de la península Ibérica e Italia, en lugar de los menos competentes *Gastarbeiter* procedentes de Turquía o Ucrania, pero la periferia abrigará el máximo resentimiento.

El poder imperial puede brindar grandes beneficios, pero se debe

obtener cuidando a quienes viven bajo su égida. Los Estados Unidos se alzaron como dirigentes del mundo libre después del fin de la segunda guerra mundial. El sistema de Bretton Woods los hizo ser primeros entre iguales, pero fueron un hegemon benévolo que se granjeó la gratitud eterna de Europa al lanzar el Plan Marshall. Ésa es la oportunidad histórica que Alemania está desaprovechando al mantener a los países profundamente endeudados en su *Schuld*. Vale la pena recordar que los pagos por las reparaciones exigidas a Alemania después de la primera guerra mundial fueron uno de los factores que originaron el nacionalsocialismo y Alemania obtuvo una reducción de su propia *Schuld* en tres ocasiones distintas: el Plan Dawes en 1924, el Plan Young en 1929 –demasiado tarde para prevenir el ascenso de Hitler– y el Acuerdo de Londres sobre la Deuda en 1953.

Hoy Alemania no tiene ambiciones imperiales. Paradójicamente, el deseo de no dominar a Europa es parte de la razón por la que Alemania no ha estado a la altura del momento y no ha actuado como un hegemon benévolo. Las medidas que adoptará el BCE el 6 de septiembre constituirán el mínimo necesario para preservar el euro, pero nos acercará más a una Europa con dos niveles. Los países deudores tendrán que someterse a la supervisión europea, pero los países acreedores, no; y se intensificará la divergencia de los resultados económicos de unos y otros. La perspectiva de una depresión prolongada y una división permanente en países deudores y acreedores es tan sombría, que no se puede tolerar. ¿Cuáles son las opciones substitutivas?

La salida

Alemania debe decidir si pasar a ser un hegemon benévolo o abandonar el euro.

La mejor opción con mucha diferencia sería la primera. ¿Qué entrañaría? Dicho sencillamente, requeriría dos nuevos objetivos que no coinciden con las políticas actuales:

1. Establecer un terreno de juego más o menos igual para los países acreedores y los deudores, lo que significaría que podrían refinanciar su deuda estatal en condiciones más o menos iguales.
2. Fijar el objetivo de un crecimiento nominal de hasta el cinco por ciento para que, gracias a él, Europa pueda deshacerse de su excesiva carga de deuda, lo que requerirá un nivel mayor de inflación que el que probablemente respaldaría el Bundesbank. Puede requerir también un cambio en los tratados y en la Constitución alemana.

Se pueden alcanzar esos dos objetivos, pero sólo después de que se logren avances considerables hacia una unión política. Las decisiones políticas adoptadas en el próximo año, más o menos, determinarán el futuro de la Unión Europea. Las adoptadas por el BCE el 6 de septiembre podrían ser un preludio de la creación de una Europa con dos niveles; otra posibilidad sería la de la formación de una unión política más estrecha en la que Alemania aceptara la obligación que entraña su posición rectora.

Una zona del euro con dos niveles acabaría destruyendo la Unión Europea, porque los perjudicados tarde o temprano la abandonarían. Si una unión política resulta inalcanzable, lo mejor sería una separación ordenada entre los países acreedores y los deudores. Si los miembros del euro no pueden vivir juntos sin abocar su unión a una depresión duradera, estarían mejor separándose por consentimiento mutuo.

En una ruptura amistosa del euro tiene mucha importancia qué parte es la que se marcha, porque todas las deudas acumuladas están denominadas en una moneda común. Si un país deudor se marcha,

el importe de su deuda aumenta en consonancia con la depreciación de su divisa. El país interesado podría llegar a ser competitivo, pero se vería obligado a suspender el pago de su deuda, lo que causaría alteraciones financieras incalculables. El mercado común y la Unión Europea pueden afrontar la suspensión de pagos de un país pequeño, como, por ejemplo, Grecia, sobre todo cuando se ha previsto de forma tan generalizada, pero no podría sobrevivir a la salida de un país mayor como España o Italia. Incluso una suspensión de pagos griega podría resultar fatal. Alentaría la fuga de capitales y envalentonaría a los mercados financieros para que montaran operaciones encaminadas a bajar las cotizaciones contra otros países, por lo que el euro podría muy bien romperse como ocurrió en 1992 con el Mecanismo de Tipos de Cambio.

En cambio, si Alemania saliera y dejara la moneda común en manos de los países deudores, el euro bajaría y la deuda acumulada se depreciaría en consonancia con la divisa. Prácticamente todos los arduos problemas actuales se disiparían. Los países deudores recuperarían la competitividad; su deuda disminuiría en términos reales y, con el control del BCE, la amenaza de suspensión de pagos se disiparía. Sin Alemania, la zona del euro no tendría dificultad para dar el giro de 180 grados para el que, de lo contrario, necesitaría el consentimiento de la Canciller Merkel.

Para ser precisos, la zona del euro disminuida podría crear su propio organismo fiscal y aplicar su Fondo de Reducción de la Deuda más o menos como voy a describir *infra*. De hecho, la zona del euro disminuida podría ir mucho más lejos y convertir toda la deuda de los países miembros en eurobonos, no sólo el exceso por encima del 60 por ciento del PIB. Cuando se estabilizara el tipo de interés del euro reducido, las primas de riesgo de los eurobonos bajarían hasta niveles comparables con las correspondientes a los bonos emitidos en otras divisas que flotan libremente, como, por ejemplo, la libra británica o el yen japonés. Puede parecer increíble, pero se debe sólo a la creencia tan generalizada en los errores que han causado la crisis. Puede resultar sorprendente, pero la zona del euro, aun sin Alemania, puntuaría mejor en relación con los indicadores habituales de solvencia fiscal que Gran Bretaña, el Japón o los Estados Unidos².

Una salida de Alemania sería un episodio único, causante de un gran trastorno, pero soportable, en lugar del caótico y prolongado efecto dominó que causaría la salida de un país deudor tras otro forzada por la especulación y la fuga de capitales. No habría pleitos válidos promovidos por titulares de bonos agraviados. Incluso los problemas de la propiedad inmobiliaria resultarían mucho más soportables. Con una diferencia importante del tipo de cambio, los alemanes acudirían en tropel a comprar propiedad inmobiliaria española e irlandesa. Después de los trastornos iniciales, la zona del euro pasaría de la depresión al crecimiento.

El mercado común sobreviviría, pero la posición relativa de Alemania y otros países acreedores que abandonaran el euro pasaría repentinamente del bando ganador al perdedor. Se encontrarían con una fuerte competencia en sus mercados nacionales desde la zona del euro y, si bien podrían no perder sus mercados de exportación, éstos pasarían a ser menos lucrativos. Además, sufrirían pérdidas financieras en su propiedad de activos denominados en euros, además de en sus reclamaciones dentro del sistema de pagos TARGET2. La magnitud de las pérdidas dependería del grado de depreciación del euro³. Así, pues, tendrían un interés vital en mantener la depreciación dentro de ciertos límites. Naturalmente, habría muchas dificultades de transición, pero el resultado final sería la realización de la aspiración de Keynes a un sistema monetario en el que tanto los acreedores como los deudores tengan un interés vital en mantener la estabilidad.

Después de la conmoción inicial, Europa escaparía de la trampa de la deuda deflacionaria en la que está atrapada actualmente, la eco-

nomía mundial en general y Europa en particular se recuperaría y Alemania, después de haber ajustado sus pérdidas, podría recuperar su posición como destacada productora y exportadora de productos con alto valor añadido. Alemania se beneficiaría de la mejora general. No obstante, las pérdidas financieras inmediatas y la inversión de su posición relativa dentro del mercado común sería tal, que no sería realista esperar que abandonara el euro voluntariamente. El empuje debería proceder del exterior.

En cambio, a Alemania le iría mucho mejor, si optara por actuar como un hegemon benévolo y Europa se ahorraría la conmoción que causaría la salida de Alemania del euro, pero la vía para lograr el doble objetivo de un campo de juego más o menos igual para todos y una política eficaz en materia de crecimiento sería mucho más tortuoso. Permítaseme esbozarlo.

El primer paso sería el de crear un Organismo Fiscal Europeo (OFE) autorizado para adoptar importantes decisiones económicas en nombre de los Estados miembros. Ése es el ingrediente que faltaba para hacer del euro una moneda hecha y derecha, con un auténtico prestador de último recurso. El organismo fiscal, que actuaría en asociación con el banco central, podría hacer lo que el BCE no puede hacer por sí solo. El mandato del BCE es el de mantener la estabilidad de la moneda; tiene prohibido expresamente financiar los déficits estatales, pero nada prohíbe a los Estados miembros crear un organismo fiscal. Lo que se interpone es el temor de Alemania a convertirse en el bolsillo sin fondo para Europa. Dada la magnitud de los problemas de Europa, es comprensible, pero no justifica una división permanente de la zona del euro en deudores y acreedores. Se podrían y se deberían proteger los intereses de los acreedores concediéndoles la capacidad de vetar las decisiones que los afectaran desproporcionadamente. Eso está ya reconocido en el sistema de votación del MEDE, que requiere una mayoría del 85 por ciento para adoptar cualquier decisión importante. Se debería añadir esa característica al OFE, pero, cuando los Estados miembros contribuyan proporcionalmente –por ejemplo, con un porcentaje determinado de su IVA–, una mayoría simple debe ser suficiente.

El OFE se haría cargo automáticamente del FEEF y del MEDE. La gran ventaja de contar con un OFE es la de que podría adoptar decisiones diariamente, como el BCE. Otra ventaja del OFE es la de que restablecería la distinción apropiada entre cometidos fiscales y monetarios. Por ejemplo, el OFE debería correr el riesgo de solvencia sobre todos los bonos estatales comprados por el BCE. Entonces no habría razón para poner objeciones a las operaciones ilimitadas en el mercado abierto del BCE [...]. Un detalle importante es que al OFE le resultaría mucho más fácil que al BCE ofrecer al sector público la participación en la reorganización de la deuda griega. El OFE podría expresar su disposición a convertir todos los bonos griegos poseídos por el sector público en bonos sin cupón cuyo vencimiento comenzara a partir de diez años, siempre y cuando Grecia alcanzara un superávit básico de dos por ciento, pongamos por caso. Así aparecería una luz al final del túnel que podría ser útil para Grecia incluso en esta fase tan avanzada.

El segundo paso sería el de utilizar el OFE para crear un terreno de juego mucho más igual para todos que el que pueda ofrecer el BCE el 6 de septiembre. Yo he propuesto que el OFE cree un Fondo de Reducción de la Deuda, forma modificada del Pacto Europeo de Redención de la Deuda propuesto por el propio Consejo de Asesores Económicos de la Canciller Merkel y que los socialdemócratas y los verdes hicieron suyo. El Fondo de Reducción de la Deuda adquiriría las deudas superiores al 60 por ciento del PIB con la condición de que los países interesados emprendieran las reformas estructurales aprobadas por el OFE. No se anularía la deuda, sino que la conservaría el Fondo. Si un país deudor no cumpliera las condiciones a que haya accedido, el Fondo impondría una sanción apropiada. Como

exige el Pacto Fiscal, el país deudor estaría obligado a reducir su exceso de deuda un cinco por ciento al año después de una moratoria de cinco años. Ésa es la razón por la que Europa debe fijar un crecimiento nominal de hasta el cinco por ciento.

El Fondo financiaría sus compras de bonos bien mediante el BCE o emitiendo letras de reducción de la deuda –una obligación conjunta de los países miembros– y transmitiría el beneficio de la financiación barata a los países interesados. En los dos casos, el costo para el país deudor quedaría reducido al uno por ciento o menos. Las autoridades asignarían a las letras una ponderación de riesgo nulo y las tratarían como garantía de la mayor calidad para las operaciones de recompra en el BCE. El sistema bancario tiene una necesidad urgente de esa clase de activo líquido carente de riesgo. En el momento en que propuse ese plan, los bancos mantenían más de 700.000 millones de euros de liquidez excedente en el BCE con un interés del 0,25 por ciento. Desde entonces, el BCE redujo aún más el tipo de interés pagado por los depósitos, hasta cero. Así se garantiza un mercado grande y bien dispuesto para las letras a menos del uno por ciento. En cambio, no es probable que el plan que anunciará el BCE el 6 de septiembre reduzca el costo de la financiación muy por debajo del tres por ciento.

Lamentablemente, los alemanes rechazaron dicho plan de entrada, cuando se propuso, con el argumento de que no se ajustaba a los requisitos del Tribunal Constitucional alemán. En mi opinión, su objeción carecía de fundamento, porque el Tribunal Constitucional falló en contra de los compromisos ilimitados en tiempo y tamaño, mientras que las letras de reducción de la deuda estarían limitadas en los dos sentidos. Si Alemania quisiera actuar como un hegemon benigno, podría aprobarlo fácilmente. Se podría introducir sin cambio alguno de los tratados. Más adelante las letras de reducción de la deuda podrían brindar la posibilidad de introducir eurobonos. Así el terreno de juego igual para todos sería permanente.

Nos falta el segundo objetivo: una política de crecimiento eficaz encaminada a la consecución de un crecimiento nominal de hasta el cinco por ciento. Es necesaria para permitir a los países profundamente endeudados cumplir los requisitos del Pacto Fiscal sin caer en una trampa de la deuda deflacionaria. Mientras Alemania se atenga a la interpretación asimétrica de la estabilidad monetaria por parte del Bundesbank, no habrá forma de alcanzar ese objetivo. Alemania debe aceptar una inflación superior al dos por ciento durante un período limitado, si quiere permanecer en el euro sin destruir la Unión Europea.

¿Cómo llegar hasta allí?

¿Qué puede mover a Alemania a decidir si permanecer en el euro sin destruir la Unión Europea o permitir a los países deudores resolver sus problemas por sí solos abandonando el euro? Podría hacerlo la presión exterior. Con François Hollande como nuevo Presidente, Francia es la candidata evidente para abogar por una política substitutiva para Europa. Formando un frente común con Italia y España, Francia podría presentar un programa económicamente creíble y políticamente atractivo que salvara el mercado común y recuperase la Unión Europea como visión idealista que disparó la imaginación de los ciudadanos. El frente común podría presentar a Alemania la disyuntiva: dirige o márchate. El objetivo no sería el de excluir a Alemania, sino el de cambiar radicalmente su posición en materia de políticas.

Lamentablemente, Francia no está en una posición fuerte para formar un frente unido con Italia y España frente a la decidida oposición de Alemania. La Canciller Merkel no es sólo una dirigente fuerte, sino también un político con grandes dotes, que sabe mantener divididos a sus adversarios. Francia es particularmente vulnerable, porque ha hecho menos que Italia o España en materia de consoli-

ción fiscal y reformas estructurales. La prima de riesgo relativamente baja que los bonos estatales franceses disfrutaban actualmente se debe casi enteramente a la estrecha asociación de Francia con Alemania. Los bancos centrales de Asia han estado comprando bonos franceses, sobre todo desde que los *Bunds* alemanes han empezado a venderse con rendimiento negativo. Si Francia se aliara demasiado estrechamente con Italia y España, se la juzgaría con el mismo patrón y la prima de riesgo de sus bonos podría subir hasta niveles similares.

Desde luego, es probable que las ventajas de estar en el mismo barco con Alemania se vuelvan ilusorias, una vez que una depresión prolongada caiga sobre Europa. Cuando la línea de falla ente Alemania y Francia resulte más evidente, los mercados financieros podrían reclasificar a Francia con Italia y España, ya permanezca fiel a Alemania o no. Así, pues, la alternativa real para Francia es entre romper con Alemania para salvar a Europa y restablecer el crecimiento, por un lado, y, por otro, fingir que está en el barco de la divisa fuerte durante un tiempo limitado tan sólo para verse lanzada por la borda más adelante. Elegir el bando de los países deudores e impugnar la política de austeridad permitiría a Francia recuperar la posición de dirección que adoptó durante la presidencia de Mitterrand. Sería una posición más digna que la de pasajera con Alemania en el asiento del conductor. Aun así, Francia necesitaría un gran valor para separarse de Alemania a corto plazo.

Italia y España tienen otras debilidades. Italia ha demostrado ser incapaz de mantener una buena gestión de los asuntos públicos por sí sola. Sus actuales problemas de deuda se acumularon antes de adherirse al euro; como miembro de él, tuvo en realidad una ejecutoria mejor que Alemania en materia de superávit presupuestario primario... incluso durante gran parte del período en que Berlusconi ocupaba el poder, pero Italia parece necesitar una autoridad exterior para liberarse de la mala gestión. Eso es lo que ha hecho a los italianos tan entusiastas de la Unión Europea. España es mucho más sana políticamente, pero el Gobierno actual se ha vuelto demasiado servil para con Alemania por su propio bien. Además, la reducción de las primas de riesgo gracias a la compra de bonos por el BCE serán lo suficientemente importantes para eliminar el incentivo para rebelarse contra la dominación alemana.

Así, pues, la campaña para cambiar las actitudes alemanas deberá revestir una forma muy diferente de las negociaciones intergubernamentales en las que actualmente se deciden las políticas. La sociedad civil, la comunidad empresarial y el público en general europeos

deben movilizar y actuar. Actualmente, el público de muchos países de la zona del euro está angustiado, confuso e irritado, lo que se plasma en xenofobia, actitudes antieuropeas y movimientos políticos extremistas. Hay que despertar los sentimientos proeuropeos latentes, que actualmente no se pueden encauzar, para salvar a la Unión Europea. Semejante movimiento recibiría una respuesta comprensiva en Alemania, donde la gran mayoría sigue siendo proeuropea, pero está hechizada por doctrinas fiscales y monetarias falsas.

Actualmente, la economía alemana va relativamente bien y la situación política es también relativamente estable; la crisis es sólo un ruido lejano que llega del extranjero. Sólo una conmoción sacudiría a Alemania, la haría abandonar sus ideas preconcebidas y la obligaría a afrontar las consecuencias de sus políticas actuales. Eso es lo que podría lograr un movimiento que ofreciera una opción substitutiva viable de la dominación alemana. En una palabra, la situación actual es como una pesadilla de la que sólo se puede escapar despertando a Alemania y haciéndola tomar conciencia de los errores que están guiando actualmente sus políticas. Podemos abrigar la esperanza de que, cuando se encuentre ante la alternativa, opte por ejercer una dirección benévola en lugar de sufrir las pérdidas que entrañaría el abandono del euro.

Notas

¹Se puede re-denominar la deuda emitida conforme a la legislación nacional en la moneda nacional, pero no así la emitida conforme a una legislación extranjera. Jens Nordvig ha analizado extensamente las consecuencias en el artículo que obtuvo el premio Wolfson de economía: Jens Nordvig y Nick Firrozye, "Planning for an orderly break-up of the European Monetary Union" [disponible en <http://www.policyexchange.org.uk/images/WolfsonPrize/wep%20shortlist%20essay%20-%20jens%20nordvig.pdf>].

² Déficit estatal general como porcentaje del PIB: zona del euro, excluida Alemania: 5,3; Reino Unido: 8,7; Japón: 10,1; Estados Unidos: 9,6; zona del euro, incluida Alemania: 4,2. Deuda pública bruta como porcentaje del PIB: zona del euro, excluida Alemania: 91; Reino Unido: 82; Japón: 230; Estados Unidos: 103; zona del euro, incluida Alemania: 88.

³ Alemania podría preferir incluso seguir siendo miembro del sistema de compensación TARGET2 y permitir que los balances se redujeran gradualmente a medida que el préstamo interbancario se reanudara, en lugar de padecer una pérdida inmediata.

JUDGMENT OF 12TH SEPTEMBER 2012. PRESS RELEASE: APPLICATIONS FOR THE ISSUE OF TEMPORARY INJUNCTIONS TO PREVENT THE RATIFICATION OF THE ESM TREATY AND THE FISCAL COMPACT UNSUCCESSFUL FOR THE MOST PART*

Tribunal Constitucional Federal Alemán

*El 29 de junio del 2012 el Bundesrat (Cámara Baja) y el Bundestag (Cámara Alta) alemanes ratificaron el Tratado constitutivo del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE)** y el Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza en la Unión Económica y Monetaria (Pacto Fiscal o, en inglés, Fiscal Compact)***. El MEDE está destinado a asumir las tareas desempeñadas por la Facilidad Europea de Estabilización Financiera (FEEF) y el Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera (MEEF) facilitando, en caso que sea necesario, asistencia financiera a los Estados miembros de la zona del euro.*

El presidente de la República Federal, Joachim Gauck, a raíz de un recurso presentado por 37.000 firmantes, supeditó su indispensable firma a que el Tribunal Constitucional evaluara si aquellos mecanismos europeos, y en particular el MEDE, entraban en conflicto con la Constitución alemana. No era la primera vez que el Tribunal intervenía a propósito de la ratificación de instrumentos jurídicos relativos a la UE. Aunque favorable a la delegación de soberanía, que está prevista en su Grundgesetz, el Tribunal siempre estuvo atento a que ésta se cumpliera a favor de instituciones con adecuado nivel de representatividad democrática o, a falta de ello, que el Parlamento alemán siempre tuviera la posibilidad de controlar su actividad. También en su fallo del 12 de septiembre de 2012, del cual reproducimos a continuación el comunicado de prensa, el Tribunal, aun dando luz verde a la firma presidencial, puso condiciones para una plena puesta en marcha de los tratados.

[...]

The Second Senate of the Federal Constitutional Court refused the applications for the issue of temporary injunctions with the proviso that the ESM Treaty may only be ratified if at the same time it is ensured under international law that:

1. the limitation of liability set out under Article 8 (5) sentence 1 of the ESM Treaty (TESM) limits the amount of all payment obligations arising to the Federal Republic of Germany from this Treaty to its share in the authorised capital stock of the ESM (EUR 190 024 800 000) and that no provision of this Treaty may be interpreted in a way that establishes higher payment obligations for the Federal Republic of Germany without the agreement of the German representative;
2. the provisions of the ESM Treaty concerning the inviolability of the documents of the ESM (Article 32 (5), Article 34 and Article 35 (1) TESM) and the professional secrecy of all persons working for the ESM (Article 34 TESM) do not stand in the way of the comprehensive information of the *Bundestag* and of the *Bundesrat*.

The Federal Republic of Germany must express that it does not wish to be bound by the ESM Treaty in its entirety if the reservations made by it should prove to be ineffective.

In essence, the decision is based on the following considerations:

I. Extent of review/Admissibility of the main action

1. Diverging from the usual extent of review in temporary injunction proceedings, the Senate did not restrict its review in the present temporary injunction proceedings to a mere weighing of the consequences of its decision. Instead, it performed a summary review of the challenged Acts of assent and of the accompanying laws under the aspect of whether the violations of their rights which the applicants admissibly assert can indeed be established. A summary review of the legal position was required because with the ratification of the Treaties, the Federal Republic of Germany will enter commitments under international law whose cancellation would not be easily possible in the event that violations of the constitution should be established in the principal proceedings. If a summary review in temporary injunction proceedings were to establish a high probability that there is indeed the alleged violation of the precept of democracy, which Article 79 (3) of the Basic Law (*Grundgesetz* – GG) lays down as the identity of the constitution, a serious detriment to the common good would result in the temporary injunction not being issued. The economic and political disadvantages which could result from a deferred entry into force of the challenged statutes cannot be weighed against this.

2. The Senate only regarded the principal proceedings as admissible to the extent that the applicants, relying on Article 38 GG, assert a violation of the overall budgetary responsibility of the German *Bundestag*, which is entrenched in constitutional law through the principle of democracy (Article 20 (1) and 2, Article 79 (3) GG).

To the extent that the applicants in proceedings 2 BvR 1421/12 object to euro rescue measures taken by the European Central

* Federal Constitutional Court, Press office Press release no. 67/2012, del 12 de septiembre de 2012, sentencia del 12 de septiembre de 2012. Para más información, ver “Avances de la unión bancaria y los préstamos europeos”, en *Newsletter Punto Europa*, n. 27, 18 de septiembre de 2012.

** El texto del Tratado constitutivo del Mecanismo Europeo de Estabilidad, del 2 de febrero 2012 se encuentra en <http://www.eurozone.europa.eu/media/582869/01-tesm2.es12.pdf>.

*** El texto del Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza en la Unión Económica y Monetaria, del 2 de marzo de 2012 se encuentra en http://european-council.europa.eu/media/639250/02_-_tscg.es.12.pdf.

Bank, in particular to the acquisition of government bonds on the secondary market, arguing that the measures, as what is known as “*ausbrechende Rechtsakte*”, transgress the framework of authorization established by the German Acts of assent to the European Union Treaties, their application for a declaration to this effect is not encompassed by the application for the issue of a temporary injunction and therefore can only be reviewed in the principal proceedings.

II. Standard of review

As the Senate already held in its decision regarding the aid to Greece and the European Financial Stability Facility of 7 September 2011, Article 38 GG in conjunction with the principle of democracy (Article 20 (1) and (2), Article 79 (3) GG) demands that as a fundamental part of the ability of a constitutional state to democratically shape itself, the decision on public revenue and public expenditure must remain in the hand of the German *Bundestag*. As elected representatives of the people, the Members of the German *Bundestag* must retain control of fundamental budgetary decisions even in a system of intergovernmental governing. In this respect, the German *Bundestag* is prohibited from establishing mechanisms of considerable financial importance which may result in incalculable burdens with budget significance being incurred without the mandatory approval of the *Bundestag*. In this context, the *Bundestag*, as the legislature, is also prohibited from establishing permanent mechanisms based on international treaties which are tantamount to accepting liability for decisions by free will of other states, above all if they entail consequences which are hard to calculate. The *Bundestag* must individually approve every large-scale federal aid measure on the international or European Union level made in solidarity resulting in expenditure. Sufficient parliamentary influence must also be ensured on the manner of dealing with the funds provided.

The overall budgetary responsibility of the German *Bundestag* is also safeguarded by the design as a stability union that the monetary union has to date been given under the Treaties, in particular by the provisions of the Treaty establishing the European Union and of the Treaty on the Functioning of the European Union (TFEU). However, a democratically legitimised change of the stability requirements under European Union law is not from the outset incompatible with Article 79 (3) of the Basic Law. The Basic Law does not guarantee the unchanged further existence of the law in force but those structures and procedures which, also in the context of a continuous further development of the monetary union with the objective to comply with the stability mandate, keep the democratic process open and at the same time safeguard parliament’s overall budgetary responsibility. In this context, obliging the budget legislature to pursue a specific budget and fiscal policy is not from the outset contrary to democracy; such an obligation can also take place on the basis of European Union law or international law.

III. Subsumption

Measured against these standards, the applications prove to be unfounded for the most part.

1. The Act of assent to the insertion of Article 136 (3) TFEU does not impair the precept of democracy. Article 136 (3) TFEU, which was provided for by the European Council decision of 25 March 2011, contains the authorization to establish a permanent mechanism for mutual aid between the Member States of the euro currency area. Admittedly, this changes the present design of the economic and monetary union in such a way that it moves away

from the principle of the independence of the national budgets which has characterised the monetary union so far.

This, however, does not relinquish the stability-oriented character of the monetary union because the essential elements of the stability architecture, in particular the independence of the European Central Bank, the commitment of the Member States to observe budget discipline and the autonomous responsibility of the national budgets remain intact. The possibility of establishing a permanent stability mechanism, which is opened up under European Union Law by Article 136 (3) TFEU, does not result in a loss of national budget autonomy because through the challenged Act of assent, the German *Bundestag* does not yet transfer budget competences to bodies of the European Union or to institutions created in connection with the European Union. Article 136 (3) TFEU itself does not establish a stabilisation mechanism but merely opens up to the Member States the possibility of installing such a mechanism on the basis of an international agreement. The requirement of ratification for the establishment of a stability mechanism makes a participation of the legislative bodies a precondition before the stability mechanism enters into force.

2. The challenged Act of assent to the ESM Treaty essentially takes account of the requirements set out under constitutional law with regard to the safeguarding of the overall budgetary responsibility of the German *Bundestag*.

a) However, it is required to ensure in the framework of the ratification procedure under international law that the provisions of the ESM Treaty may only be interpreted or applied in such a way that the liability of the Federal Republic of Germany cannot be increased beyond its share in the authorised capital stock of the ESM without the approval of the *Bundestag* and that the information of the *Bundestag* and the *Bundesrat* according to the constitutional requirements is ensured.

Admittedly, it can be assumed that the express limitation of the liability of the ESM Members to their respective portions of the authorised capital stock, which is provided for in Article 8 (5) sentence 1 TESM, bindingly limits the Federal Republic of Germany’s budget commitments undertaken in connection with the activities of the ESM to EUR 190 024 800 000; this ceiling can also be assumed to apply to all capital calls made according to Article 9 TESM, including the “revised increased” capital calls according to Article 25 (2) TESM, which in the case of the payment shortfall of an ESM Member may be made to the remaining Members that are able to pay, and which will correspondingly increase the burden on them. However, it cannot be ruled out that the ESM Treaty is interpreted in the sense that in the case of a revised increased capital call, the ESM Members cannot rely on the liability ceiling because the wording of Article 25 (2) TESM does not contain a limitation of the amount and because the provision is intended to secure the creditworthiness of the ESM, and to maintain its ability to act, even in unexpected emergency situations. To meet the constitutional requirement of determining the burdens on the budget in a clear and definitive manner, the Federal Republic of Germany must ensure the required clarification in the ratification procedure, and it must ensure that it is only bound by the Treaty in its entirety if no payment obligations that go beyond the liability ceiling can be established for it without the consent of the *Bundestag*.

Such a reservation in the ratification procedure is also required with regard to the provisions of the ESM Treaty on the inviolability of the documents (Article 32 (5), Article 35 (1) TESM) and on the professional secrecy of the legal representatives of the ESM and of all persons working for the ESM (Article 34 TESM). Admittedly,

a good argument can be made that these provisions are above all intended to prevent a flow of information to unauthorised third parties, for instance to actors on the capital market, but not to the parliaments of the Member States, which must bear political responsibility for the commitments based on the ESM Treaty vis-à-vis their citizens also during further treaty implementation. However, the provisions do not explicitly address the information of the national parliaments by the ESM; with a view to the fact that the situation under constitutional law as regards the parliament's rights of participation and its rights to be informed is different in the Member States, an interpretation is therefore conceivable which would stand in the way of sufficient parliamentary monitoring of the ESM by the German *Bundestag*. A ratification of the ESM Treaty is therefore only permissible if the Federal Republic of Germany ensures an interpretation of the Treaty which guarantees that with regard to their decisions, *Bundestag* and *Bundesrat* will receive the comprehensive information which they need to be able to develop an informed opinion.

b) In other respects, the other provisions of the ESM Treaty are unobjectionable according to the summary review. Admittedly, the provision under Article 4 (8) TESM, according to which all voting rights of an ESM Member are suspended if it fails to fully meet its obligations to make payment vis-à-vis the ESM, is not unproblematic with a view to its potentially far-reaching consequences under the aspect of overall budgetary responsibility because for so long as the default continues, the Member concerned can no longer influence the decisions of the ESM. Consequently, the participation of the German *Bundestag* in the decisions of the German representative in the bodies of the ESM, which is provided for at national level, would fail, and the context of legitimation between parliament and the ESM would be interrupted during this period. However, the provision does not violate the overall budgetary responsibility of the *Bundestag* because the latter can, and must, see to it that the German voting rights are not suspended. It must make the budgetary arrangements necessary in this context to ensure that it will be possible at any time to completely pay in Germany's shares in the authorised capital stock of the ESM.

Furthermore, it cannot be established that the amount of the payment obligations entered into through the participation in the ESM of a total nominal value of EUR 190 024 800 000 exceeds the limit of the burden on the budget to such an extent that the budget autonomy effectively fails. This also applies taking into account Germany's overall commitment undertaken with regard to the stabilisation of the European monetary union. When examining whether the amount of payment obligations and commitments to accept liability will result in the *Bundestag* relinquishing its budget autonomy, the legislature has broad latitude of assessment, which also applies to the assessment of the future soundness of the Federal budget and the economic performance capacity of the Federal Republic of Germany, including the consideration of the consequences of alternative options of action. The legislature's assessment that the risks involved with making available the German shares in the European Stability Mechanism are manageable, while without the granting of financial assistance by the ESM the entire economic and social system would be under the threat of unforeseeable, serious consequences, does not transgress its latitude of assessment and must therefore be accepted by the Federal Constitutional Court.

The objection that the ESM can become the vehicle of unconstitutional state financing by the European Central Bank cannot be raised against the ESM itself. As borrowing by the ESM from the European Central Bank, alone or in connection with the depositing of government bonds, would be incompatible with

the prohibition of monetary financing entrenched in Article 123 TFEU, the Treaty can only be taken to mean that it does not permit such borrowing operations. The European Stability Mechanism is one of the institutions specified in Article 123 (1) TFEU to which no loans may be granted by the European Central Bank. A depositing of government bonds by the ESM with the European Central Bank as a security for loans would also infringe the ban on the direct acquisition of debt instruments of public entities. Here, it can remain open whether this would constitute a direct acquisition of debt instruments of state issuers on the primary market or whether after their intermediate acquisition by the ESM it would be tantamount to an acquisition on the secondary market. For an acquisition of government bonds on the secondary market by the European Central Bank aiming at financing the Members' budgets independently of the capital markets is prohibited as well, as it would circumvent the prohibition of monetary financing. To what extent the decision taken by the Governing Council of the European Central Bank on 6 September 2012 on a programme concerning the purchase of government bonds of financially weak Member States whose currency is the euro complies with these legal requirements was not a matter for decision in the present proceedings for the issue of temporary injunctions, proceedings which exclusively relate to the Acts of assent to the ESM Treaty and the Fiscal Compact and to the respective accompanying laws.

3. The provisions on the involvement of the German *Bundestag* in the decision-making processes of the ESM, which result from the Act of assent to the ESM Treaty and from the ESM Financing Act (*ESM-Finanzierungsgesetz* – ESMFinG), also essentially comply with the requirements placed on the safeguarding of the principle of democracy at national level. This applies to the elaboration of the rights of participation of the German *Bundestag* as well as with regard to its rights to be informed and to the personal legitimation of the German representatives in the bodies of the ESM. They are to take part in the meetings of the bodies of the ESM and to implement the resolutions of the German *Bundestag*. The ESM Financing Act presumes that the German representatives are bound by the resolutions of the *Bundestag* and are accountable to it.

a) Admittedly, it is questionable whether the participation of the *Bundestag* also with regard to the issuing of shares of the ESM's authorised capital stock higher than at par (Article 8 (2) sentence 4 TESM) is sufficiently provided for at national level, or whether in this respect, the possible far-reaching consequences on the Federal budget require express authorisation by a Federal statute, as is the case with an increase of the capital stock of the ESM. If § 4 (1) ESMFinG is interpreted in conformity with the constitution, the approval of an issuing of shares higher than at par is reserved to the plenary session of the *Bundestag*, no temporary injunction is required in this respect.

b) With regard to the allocation of the rights of participation to the plenary session, the budget committee and the special committee, the legislature took the criteria as a guideline which the Federal Constitutional Court detailed in its judgment of 28 February 2012 (2 BvE 8/11; see Press Release no. 14/2012, which is available in English on the Federal Constitutional Court's website) However, it does not appear to be ruled out that the ESM Financing Act assigns powers to the budget committee which due to their implications are to be exercised by the plenary session, for instance decisions on material changes of the procedure and of the conditions of the ESM's capital calls. In this respect, however, a temporary injunction is not required either. For the plenary of the German *Bundestag* can counter objections raised against the constitutionality of the allocation of rights of participation to the budget committee at any time by assuming to itself the powers of the budget committee, thus exercising its right under § 5 (5) ESMFinG.

4. The Act of assent to what is known as the Fiscal Compact (TCSG) does not violate the overall budgetary responsibility of the German *Bundestag*.

a) The regulatory content of the Treaty, whose objective is to strengthen the economic and monetary union by fostering budgetary discipline, is for the most part identical with the existing requirements of the Basic Law's "debt brake" (Article 109, 115 and 143d GG) and with the budgetary obligations arising from the Treaty on the Functioning of the European Union. In particular, the Contracting Parties' obligation under Article 5 (1) TCSG to submit, in the event of an excessive deficit, a budgetary and economic partnership programme that requires approval has been incorporated into the excessive deficit procedure that has already been codified under primary law (Article 126 TFEU). No direct "reach-through" of the bodies of the European Union to national budget legislation is provided for.

b) The Fiscal Compact also does not grant the bodies of the European Union powers which affect the overall budgetary responsibility of the German *Bundestag*. To the extent that a correction mechanism is to be put in place by the Contracting Parties at national level in the event of significant deviations from

the medium-term objective of submitting a balanced budget, on the basis of the principles to be proposed by the European Commission (Article 3 (2) TCSG), this provision only concerns institutional but not specific substantive requirements for the preparation of the budgets. Instead, the provision expressly clarifies that the prerogatives of the national parliaments shall be fully respected and thus precludes from the outset a partial transfer of budgetary responsibility to the European Commission. The competencies of the Court of Justice of the European Union, whose jurisdiction can be invoked according to Article 8 (1) TCSG in case of a failure to comply with the obligations arising from Article 3 (2) TCSG, also do not encroach upon the national legislature's specific budgetary freedom.

c) Finally, by ratifying the Fiscal Compact, the Federal Republic of Germany does not undertake an irreversible commitment to pursue a specific budget policy. It is true that the Treaty does not provide for a right of termination or resignation for the Contracting States. It is, however, recognised under customary international law that the resignation from a treaty by mutual agreement is always possible, and that unilateral resignation is at any rate possible in the event of a fundamental change in the circumstances which were relevant upon the conclusion of the treaty.