



Transformación económica:

Perspectivas desde la Unión Europea

Lidia Brun

Economista. Department of Economics, American University

lidia[@]american.edu

Resumen

La globalización financiera de las últimas décadas ha moldeado la configuración productiva de los países, ha aumentado su exposición a *shocks* externos y ha generado interdependencias entre los regímenes regulatorios (impositivos, laborales, financieros) y macroeconómicos (fiscales y monetarios). Sin mecanismos de gobernanza global que compensaran el margen reducido de la política doméstica, constreñida por la liberalización de los flujos de capital, los procesos de integración han propiciado la acumulación de desequilibrios, han inflado el peso del sector financiero y han tendido a aumentar la desigualdad. Si bien la Unión Europea ha acompañado su integración económica con instituciones del mismo alcance que el mercado, su arquitectura incompleta supuso una importante fuente de vulnerabilidad durante la gran crisis financiera. En contraste, la respuesta a la crisis de la COVID-19 puso de manifiesto la capacidad de los Estados para garantizar ingresos, movilizar recursos y dirigir los asuntos colectivos. La pandemia también subrayó las carencias de una globalización sin redundancias productivas ni autonomía estratégica. En la fase desglobalizadora que se abre, la tensión entre las interdependencias en una economía globalizada y las pugnas geopolíticas se acentúa con la sucesión de *shocks* solapados (económico, sanitario, bélico y climático), que dificultan la cooperación.

Palabras clave

Globalización financiera, macroeconomía, desigualdad, integración europea.

Abstract

The financial globalization of recent decades has defined the productive configuration of countries, increased their exposure to external shocks, and generated interdependencies between regulatory and macroeconomic instruments (tax, labor, financial / fiscal and monetary). Without a global governance mechanism that could balance the reduced margin of domestic policy —constrained by the liberalization of capital flows—, the integration processes have favored the accumulation of imbalances, inflated the weight of the financial sector, and tended to increase inequality. Although the European Union has accompanied its economic integration with large institutions, its incomplete architecture was a source of vulnerability during the financial crisis. Instead, the response to the COVID-19 crisis showed the ability of states to secure revenues, mobilize resources, and lead collective issues. The pandemic also emphasized globalization lacks without productive redundancies or a strategic autonomy. In the new deglobalization phase, the tension between the interdependencies in a globalized economy and the geopolitical conflicts is accentuated by the succession of overlapping shocks (economic, health, war, and climate), which hinders cooperation.

Keywords

Financial globalization, macroeconomics, inequality, European integration.

Lidia Brun

Cursó los estudios de licenciatura en la Universidad Autónoma de Barcelona y de Máster y Doctorado en la Universidad Libre de Bruselas. Su investigación se centra en los temas de desigualdad, fiscalidad, macroeconomía y finanzas. En Bruselas, donde residió durante 10 años, trabajó en varias instituciones comunitarias, destacando una *internship* en la Dirección General de la Competencia en la Comisión Europea, y su trabajo como asesora económica en el Parlamento Europeo para el grupo de los Verdes, en los comités de economía y fiscalidad. Actualmente reside en la capital de Estados Unidos, donde es investigadora de la Universidad Americana en un proyecto para desarrollar un modelo macroeconómico para evaluar los efectos de las políticas públicas, en general, y de los cambios impositivos, en particular. También fue parte del comité de expertos consultados para la estrategia España 2050, por encargo de la presidencia del Gobierno. Colabora de manera asidua con artículos de divulgación en varios medios de comunicación españoles, como Agenda Pública y eldiario.es, así como en revistas institucionales como *ICE: Revista de Economía*, en los que ha publicado artículos vinculados a la política económica europea.

1. Introducción*

El proceso de integración económica que ha culminado en la actual Unión Europea (UE) ha sido dilatado y progresivo, y se ha producido en paralelo al proceso de globalización financiera mundial. Ambos procesos se caracterizan por el aumento de la intensidad de las relaciones comerciales y financieras transfronterizas, bajo la premisa de reducir los costes productivos y desregular la movilidad del capital¹ para explotar los beneficios de la ventaja comparativa, de las economías de escala y las ganancias del comercio. Una diferencia clave es que mientras la globalización financiera carece de instituciones democráticas que la gobiernen, la UE es un experimento político en el que el marco regulatorio aspira a situarse al mismo nivel que el alcance del mercado, aunque aún tiene importantes carencias.

El imperativo de minimizar los costes de transacción asociados a las fronteras ha reducido el margen de maniobra política de los Estados. Los procesos de integración han moldeado la configuración económica y productiva de los países, han aumentado su exposición a *shocks* externos, y han generado una fuerte interdependencia entre los regímenes regulatorios (impositivos, laborales, financieros, etc.) y macroeconómicos (fiscales y monetarios) entre países. En este contexto, la integración financiera pone en jaque la soberanía monetaria, que se ve condicionada por la imposibilidad de sostener simultáneamente la estabilidad en el tipo de cambio que maximice los beneficios de la integración comercial, con la estabilidad de la economía doméstica que garantiza un mejor reparto de sus beneficios.

A raíz de estas externalidades financieras, los procesos de integración han tendido a propiciar la acumulación de desequilibrios. En los países periféricos del sistema comercial y financiero internacional, la emergencia de déficits por cuenta corriente aumenta el endeudamiento exterior y el riesgo de sufrir crisis cambiarias ante cambios bruscos en la dirección de los flujos de capital. Para evitar esta suerte, y en ausencia de otros mecanismos que compensen los diferenciales de productividad, los países intentan desarrollar superávits por la vía de la desregulación competitiva en materia legislativa, laboral, fiscal y ambiental. La desregulación ha inflado el peso del sector financiero en la economía, aumentando las posiciones cruzadas de inversión entre países y la vulnerabilidad del conjunto.

Estos desarrollos han provocado una profunda reconfiguración de la distribución mundial del ingreso y de la riqueza. La globalización de las cadenas de producción ha propiciado la emergencia de grandes multinacionales y ha desplazado el peso de la producción industrial fuera de Occidente. Con las deslocalizaciones, la remuneración del trabajo se determina a escala global, fuera de la esfera del Estado donde se produce la negociación capital-trabajo mediada por procesos democráticos. Al mismo tiempo, el arbitraje regulador ha favorecido la concentración del capital financiero mundial. La reducción relativa de las rentas del trabajo y de la presión impositiva sobre el capital han empobrecido a los trabajadores y han empeorado la capacidad redistributiva del sector público. A su vez, el aumento de la desigualdad ha impulsado el recurso al crédito como fuente de demanda, alimentando burbujas.

* Este documento se enmarca en el proyecto conjunto entre Oxfam Intermón y la Fundación Carolina: “Pactos sociales y transformación justa: visiones cruzadas desde América Latina y la Unión Europea sobre la triple transición”.

¹ En el caso europeo también ha ido acompañado de mayor facilidad para la movilidad del factor trabajo.

La acumulación de desequilibrios culminó en la crisis financiera de 2008. La década posterior estuvo marcada por un progresivo reconocimiento de la naturaleza insostenible de un modelo de crecimiento impulsado por la financiarización y generador de desigualdad, sin que emergiera una alternativa evidente. En la UE, la crisis se prolongó hasta 2012, con una doble recesión provocada por la vulnerabilidad específica de la zona euro y la necesidad de compensarla con acuerdos multilaterales contingentes, que impusieron políticas de austeridad. Desde entonces, el desarrollo de capacidad institucional para evitar una repetición de la crisis del euro se ha aplazado indefinidamente ante la falta de compromiso político, fiando toda la estabilidad a la política monetaria extraordinaria del Banco Central Europeo (BCE), que ha adquirido un carácter permanente con escasa base legal.

A principios de 2020, la pandemia de la COVID-19 forzó una intervención mayúscula en la economía que puso en evidencia la potencia del sector público a la hora de movilizar recursos y dirigir los asuntos económicos. A diferencia de la crisis financiera, la respuesta de la UE a la pandemia marcó un cambio de rumbo con un acuerdo sin precedentes que puede sentar las bases para completar su configuración institucional. Sin embargo, la pandemia también ha puesto de relieve las carencias de una globalización sin redundancias productivas, sin autonomía estratégica y sin instituciones de gobernanza global. La tensión entre, por un lado, las interdependencias de una economía globalizada y, por el otro, el cambio estructural en la configuración geopolítica del mundo, se acentúa con la sucesión de *shocks* solapados (económico, sanitario, bélico y climático), que añaden dificultades a la cooperación.

Con el agotamiento de la globalización, algunos elementos asociados a ella también llegan a su fin. El desacople de los salarios con la productividad y la reducción estructural de los precios al consumo propiciados por la globalización han constituido elementos deflacionarios de primer orden. Por otro lado, tras una década de abaratamiento de las materias primas, se inicia un fuerte ciclo alcista derivado de la proliferación de conflictos bélicos, en los que subyace la pugna por el control de los recursos ecológicos del planeta. Aumentar la resiliencia ante riesgos sistémicos requerirá del desarrollo de redundancias y de autonomía estratégica, con mayores costes productivos. Todos estos elementos conllevan restricciones reales y presiones inflacionarias, que auguran el fin de la política monetaria expansiva, con implicaciones macroeconómicas y distributivas.

Los escenarios de futuro que se abren ante el panorama actual son de una incertidumbre radical. Ante una fase de desglobalización, se dibujan elementos de riesgo que inciden en el aumento de la inestabilidad y de la desigualdad, y que ahondan las contradicciones políticas de un programa de transformación social en un sentido democrático. Sin embargo, hacer frente a los retos actuales también exige un mayor protagonismo del sector público en los asuntos colectivos, tras su capacidad puesta de manifiesto de forma muy elocuente por la pandemia. La reivindicación de un mayor margen de maniobra para el Estado corre el riesgo de articularse sobre el retorno de la soberanía nacional con una lógica de suma cero, belicista y excluyente, pero también supone una oportunidad para priorizar la promoción de bienes colectivos y la redistribución de los recursos.

Este artículo se organiza de la forma siguiente: en la segunda sección, se explican las disyuntivas políticas y económicas de la integración, y las consecuencias sobre la desigualdad que ha acarreado el modelo actual de globalización financiera. En el tercer apartado uso este marco analítico para diagnosticar las carencias específicas de la UE como un sistema institucional incompleto, discutiendo las respuestas políticas ante la crisis financiera y la crisis de la COVID-19. En el cuarto apartado se repasan los elementos de riesgo y de oportunidad que se configuran en el panorama actual, y se dibuja un escenario de distopía y otro de utopía, en función de si se consolidan unas u otras tendencias. La quinta sección concluye del documento.

2. Las disyuntivas de la globalización financiera

Las instituciones que regulan la economía reflejan un determinado régimen de economía política, que prioriza ciertos objetivos por encima de otros, da cobertura a determinadas políticas y favorece a ciertos intereses. En este sentido, la globalización financiera es una configuración institucional que limita el margen de los Estados para implementar políticas redistributivas. En esta sección se expone el marco teórico que hace específicas las disyuntivas políticas que impone la integración financiera y se describen sus consecuencias para la desigualdad.

2.1. *La trinidad imposible*

A principios de los años sesenta, Robert Mundell y John Fleming establecieron la existencia de un trilema de la política económica internacional que se bautizó con el nombre de “trinidad imposible”. Estos economistas observaron que para un país cuyo peso económico es pequeño en comparación con el mercado global, la apertura comercial y financiera constriñe su configuración monetaria, que no puede conjugar simultáneamente los siguientes elementos: a) la libre circulación de los flujos de capital a través de sus fronteras; b) un tipo de cambio fijo de su divisa respecto a las divisas de sus socios comerciales, y c) la soberanía monetaria para llevar a cabo políticas contracíclicas.

La razón es la siguiente: en periodos de fuerte crecimiento económico, la entrada de flujos financieros tiende a acelerar la creación de crédito y a presionar al alza el tipo de cambio. Por el contrario, si empeora la situación económica, los flujos de inversión tienden a salir del país, colocando grandes cantidades de la divisa en el mercado, poniendo presión a la baja sobre su valor. Los países deben atender las presiones que estos flujos financieros procíclicos ejercen sobre el tipo de cambio (con políticas que sostengan el valor de la divisa) y sobre la estabilidad económica (con políticas contracíclicas). El teorema de la trinidad imposible advierte que, sin limitar los flujos financieros, ambos objetivos son incompatibles.

Para contrarrestar el efecto de los flujos de capital sobre el tipo de cambio, el Banco Central debe bajar los tipos de interés con la entrada de flujos financieros, para desincentivar la demanda de activos denominados en su divisa, que tiende a apreciar el tipo de cambio, y subir los tipos de interés con la salida de flujos financieros, cuando el tipo de cambio tiende a devaluarse. Esta política monetaria contribuye a sostener el valor de la divisa, pero es procíclica. La bajada de tipos de interés en periodos de crecimiento acelera la creación de crédito y la subida de tipos de interés en momentos de recesión frena el endeudamiento, amplificando el impacto de los flujos financieros sobre el ciclo económico. Para un gobierno con restricciones presupuestarias, una política monetaria procíclica constriñe la política fiscal y limita su capacidad de activar estabilizadores automáticos (Ocampo, 2008).

Por el contrario, el Banco Central puede decidir priorizar la estabilidad de la economía con políticas contracíclicas. Esto implicaría subir los tipos de interés con la entrada de flujos financieros, para frenar el crecimiento del crédito e impedir un exceso de apalancamiento, y bajarlos cuando la economía entra en recesión, para estimular el crédito y acomodar las necesidades de endeudamiento del sector público para sostener el gasto y el empleo. Esta política es la opuesta a la prescrita en el párrafo anterior, y reforzaría el efecto de los flujos de capital sobre el tipo de cambio, que se apreciaría en épocas de crecimiento y se devaluaría en épocas de recesión². La conclusión es que los tres elementos de la trinidad imposible no pueden conjugarse simultáneamente.

² La prociclicidad del tipo de cambio conlleva a su vez una serie de consecuencias que pueden poner en riesgo la estabilidad, y que se discuten más adelante.

2.2. Los sistemas monetarios y su configuración política

Cada combinación de dos elementos y la exclusión del tercero configura un régimen institucional de economía política diferente, que resuelve los conflictos distributivos a favor de ciertos intereses. En el siglo XIX y a principios del siglo XX, el patrón oro estableció tipos de cambio fijos para promover la expansión del comercio internacional, y permitía la libre movilidad de los flujos de capital³. Este sistema monetario internacional se prolongó hasta el crack del 29 y la primera Gran Recesión. La necesidad de estímulo económico derivada de la crisis hizo imposible defender el tipo de cambio sacrificando la soberanía monetaria y las políticas contracíclicas. Las clases trabajadoras occidentales no estaban dispuestas a aceptar otro sacrificio después de la Gran Guerra (Eichengreen, 2021).

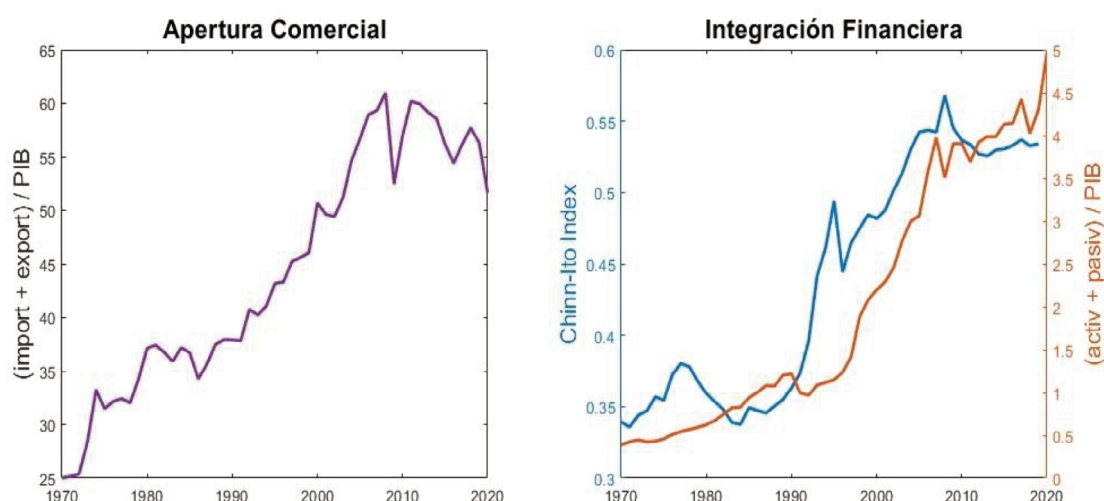
Al calor de los pactos de paz de la Segunda Guerra Mundial se fraguó Bretton Woods, que establecía unos tipos de cambio fijos pero ajustables, combinados con la plena soberanía monetaria de los países para apoyar sus prioridades domésticas, en particular las políticas de sostén del pleno empleo vía gasto público en épocas de recesión. Para cuadrar el trilema, se conjugó con una represión financiera que ponía coto a la movilidad de los flujos de capital. Sin embargo, los controles de capital se entendían como un sustituto de las devaluaciones competitivas que “empobrecen al vecino”, apoyando así la expansión del comercio mundial (Ghosh *et al.*, 2020). El recurso a los controles de capital fue frecuente, minimizó la ocurrencia de crisis financieras y acompañó políticas que permitieron una reducción histórica de la desigualdad (Ocampo, 2017).

Bretton Woods se reforzó con la creación de dos instituciones globales que aportaban estabilidad. El Fondo Monetario Internacional (FMI) suplía de liquidez si un país tenía dificultades para refinanciar su déficit comercial, y el Banco Mundial promovía el desarrollo con la idea de reducir las asimetrías entre países y evitar la acumulación de desequilibrios (Skidelsky, 2018). Además, el sistema reposaba sobre la centralidad económica de Estados Unidos, que actuaba de acreedor internacional. Sin embargo, a principios de 1970, la inflación derivada de la crisis del petróleo y de la guerra de Vietnam hizo insostenible la convertibilidad del dólar. El final de Bretton Woods propició una transformación profunda del sistema monetario internacional, con una transición hacia sistemas monetarios fiduciarios, tipos de cambio fluctuantes y un renovado impulso en favor de la libre movilidad del capital.

La liberalización financiera empezó en EE.UU. y se extendió como condición de membresía de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) y de la Organización Mundial del Comercio (OMC), y con la proliferación de los Tratados de Libre Comercio (TLC) firmados por EE.UU. (Ocampo, 2016). Desde finales de los años setenta la economía mundial ha vivido un intenso proceso de integración económica y de globalización financiera. En la Figura 1, el panel izquierdo representa la apertura comercial, con la suma de importaciones y exportaciones como porcentaje del PIB, que pasó del 30% a principios de 1970 hasta su pico por encima del 60% antes de la gran crisis financiera. El panel derecho representa la integración financiera, mostrando el índice de Chinn e Ito (2006), que condensa distintas regulaciones de la balanza de capitales (medida *de jure*), y la suma de activos y pasivos extranjeros como ratio del PIB (medida *de facto*). Ambas muestran un aumento estructural desde los años ochenta hasta 2007. Tanto la apertura comercial como la integración financiera parecen haberse estancado desde la gran crisis financiera.

³ El patrón oro fue abandonado durante la Primera Guerra Mundial, para acomodar las necesidades de gasto derivadas del conflicto.

Figura 1. Apertura Comercial e Integración Financiera



Fuente: Elaboración propia a partir de “Apertura comercial como porcentaje del PIB”, de Our World in Data: <https://ourworldindata.org/grapher/trade-as-share-of-gdp>; Chinn-Ito Index de Chinn y Ito (2006), https://web.pdx.edu/~ito/Chinn-Ito_website.htm. Integración financiera como porcentaje del PIB de Lane y Milesi-Ferretti (2018).

Los TLC impulsaron una armonización de los regímenes regulatorios con el objetivo de reducir los costes de transacción asociados no solo a la movilidad de bienes, sino a la movilidad del capital a través de las fronteras. Las normas actuales de la OMC abarcan desde la inversión pública, los subsidios y las patentes, hasta los derechos de propiedad del capital extranjero o la regulación bancaria (Rodrik, 2011). Esta reducción en el margen de maniobra de los Estados se ha producido manteniendo la descentralización legislativa, es decir, sin el desarrollo paralelo de instituciones globales que compensaran la pérdida de capacidad de gobernanza de la economía. El resultado es que el capital financiero circula entre países sujeto a una capacidad legislativa fragmentada, que le permite optimizar costes vía arbitraje regulador. De esta manera, las regulaciones nacionales se vuelven interdependientes y, ante la falta de cooperación, el equilibrio competitivo se caracteriza por un exceso de desregulación.

Este desajuste entre el tamaño global del mercado y el tamaño del Estado-nación, responsable de mantener la estabilidad económica, se ha resuelto con profundos sesgos distributivos. El economista Dani Rodrik (2011) reformuló el trilema de la trinidad imposible en términos de economía política, resaltando los conflictos distributivos implícitos en la configuración institucional de cada sistema económico. Así, los elementos de la trinidad imposible podrían redefinirse, en términos políticos, como la imposibilidad de conjugar: a) la hiperglobalización; b) la soberanía legislativa nacional, y c) la posibilidad de llevar a cabo políticas redistributivas.

Bajo el prisma del trilema de Rodrik, el consenso político-económico de Bretton Woods combinaba la soberanía nacional y las políticas redistributivas, reprimiendo la integración financiera. La “hiperglobalización” que lo sustituyó combinaba la integración económica con la soberanía nacional, reduciendo el margen para la política macroeconómica y suponiendo una “camisa de fuerza dorada” para las políticas redistributivas (Friedman, 2000).

2.3. Las implicaciones distributivas de la globalización financiera

La globalización financiera ha venido facilitada por la reducción de los costes de transporte y telecomunicación, que ha propiciado la emergencia de empresas multinacionales que operan cadenas de

valor globales (Baldwin, 2018). Esto ha supuesto, por un lado, un cambio estructural en el patrón geográfico de la actividad económica, con la industrialización de China y el sureste asiático y la pérdida del peso industrial de Occidente, y, por otro, una redistribución del ingreso global, con un aumento de los ingresos de la mitad más pobre de la población mundial, concentrada en los países emergentes, una caída de ingresos de la clase media y trabajadora occidental, mientras que el 1% más rico ha capturado la mayor parte de las ganancias de la globalización (Lakner y Milanovic, 2013).

Algunas narrativas atribuyen la mejora de las condiciones de vida en los países emergentes a su integración en las cadenas de valor globales (Roberts y Lamp, 2021). Sin embargo, la liberalización financiera que acompañó la apertura comercial supuso también la entrada de flujos de capital extranjero que aumentaron su endeudamiento externo. Cuando la deuda está denominada en moneda extranjera, una “parada súbita” en el sentido de los flujos financieros puede iniciar un ciclo vicioso de pérdida de valor de la divisa, que encarece la obtención de fondos para refinanciar deudas y pagar importaciones, empeorando la situación económica y provocando aún más huidas de capital (Calvo, 1998). En efecto, las liberalizaciones de la balanza de capitales de los años ochenta propiciaron una serie de crisis financieras en el Sureste Asiático y en Latinoamérica en los años noventa.

La realidad es que la suerte económica de los países en desarrollo en la globalización ha sido dispar. Tras las crisis financieras de los noventa, algunos países como Chile, Colombia, Malasia y Tailandia implementaron controles de capital, recuperando el margen de maniobra política que sostuvo sus trayectorias de éxito (Ertan *et al.*, 2021). Países como China han intervenido intensamente en el mercado de divisas para reducir el tipo de cambio y subsidiar a su sector exportador. En países como Corea del Sur, la apertura comercial se acompañó de una política industrial que garantizaba la participación doméstica en los rendimientos de la inversión internacional y su reinversión orientada a cerrar la brecha tecnológica y a mejorar su ventaja comparativa. Estas políticas han impulsado el desarrollo económico por la vía de aumentar, no de reducir, los costes de transacción asociados a las fronteras (Rodrik, 2017).

En otros países, la apertura económica no tuvo el mismo impacto. La integración comercial desmanteló la industria joven en los países donde la técnica local era demasiado primitiva para ser competitiva en el mercado mundial. Cuando el desarrollo tecnológico se caracteriza por las economías de escala y alcance, la ventaja comparativa es dinámica y la estructura productiva es endógena a los cambios en la competitividad exterior. La entrada de flujos financieros genera presiones inflacionarias, aumentando el tipo de cambio efectivo real, reduciendo la competitividad y sesgando la estructura productiva hacia el sector no exportador, con menos externalidades tecnológicas. En ausencia de políticas industriales y de regulación financiera, esta “enfermedad holandesa” produce una dependencia del camino que atrapa a los países en trampas de pobreza (Yépez, 2021).

En Occidente, la pérdida de peso del sector industrial, ligado a la sindicación, a la movilidad social y al empleo de calidad, ha tenido consecuencias para la desigualdad. Bajo la amenaza de deslocalización de la actividad económica, la remuneración del trabajo se ha situado a escala global, sustrayéndola de la negociación colectiva mediada por el Estado y suscitando una compresión competitiva de los salarios. A nivel legislativo, los TLC han sido capturados por intereses rentistas y han cristalizado el poder asimétrico entre capital y trabajo (Rodrik, 2017). Estos y otros factores como la digitalización y la financiarización han favorecido la concentración empresarial y el poder de mercado de las empresas. El resultado ha sido el desacople de los salarios y la productividad (Bivens y Mishel, 2015) y la caída de la participación de las rentas del trabajo en el PIB (Karabarbouis y Neiman, 2014).

Finalmente, la carrera competitiva hacia la desregulación y las prácticas de optimización fiscal de las empresas ha favorecido la concentración del capital financiero mundial en países donde su imposición

y su regulación son mínimas. La reducción de la presión impositiva sobre el capital global ha obligado a los Estados a elevar la presión fiscal sobre partidas más inelásticas como el consumo o los salarios para mantener el gasto fiscal. Dado que los salarios son la principal fuente de ingresos de la parte baja de la redistribución, para quien el consumo supone un porcentaje más elevado de su gasto, esto reduce la progresividad del sistema impositivo. La globalización financiera no solo ha incrementado la desigualdad de la renta primaria, sino que ha minado la capacidad de los Estados para amortiguarla.

2.4. La necesidad de regulación financiera

La teoría que justificó la liberalización financiera se basaba en las ganancias del comercio. La predicción era que los flujos de capital fluirían desde los países ahorradores hacia los países con necesidades de financiación, beneficiando a ambos. Además, la disciplina del mercado domesticaría la tentación intervencionista del sector público, incentivando una inversión extranjera que promovería la transferencia tecnológica y el desarrollo económico de los países receptores (Obstfeld y Rogoff, 1996). Sin embargo, la realidad es que la liberalización financiera ha tenido un impacto insignificante en el crecimiento económico, mientras que ha contribuido a un aumento significativo de la desigualdad (Furceri *et al.*, 2019).

La globalización ha provocado un aumento estructural de las posiciones internacionales de inversión, es decir, de las posiciones acreedoras y deudoras cruzadas entre países (Piketty, 2014). El exceso de endeudamiento exterior tiene consecuencias negativas para la estabilidad macroeconómica y financiera (Reinhart y Rogoff, 2009). En una recesión, las liquidaciones forzosas de los inversores endeudados presionan a la baja el tipo de cambio y el valor de los activos financieros. Esto reduce el valor de los balances de otros inversores, amplificando los problemas de solvencia (Krugman, 1999). Como advierte la trinidad imposible, la flexibilidad de los tipos de cambio amortigua las fluctuaciones de demanda agregada, pero genera a su vez ampliaciones de balance, y el ajuste *ex-post* vía tipos de interés actúa en direcciones opuestas en relación con la estabilidad macroeconómica y la estabilidad financiera.

En este sentido, la regulación de los flujos financieros actúa de amortiguador *ex-ante*, mitigando la disyuntiva de la política económica (Farhi y Werning, 2014). Los controles de capital contracíclicos introducen una brecha entre cambios en el tipo de interés y en el tipo de cambio, aumentando la independencia de la política monetaria (Erten *et al.*, 2021). Además, la soberanía monetaria no es una categoría absoluta, sino un continuo que depende de aspectos como la divisa de endeudamiento externo, la dependencia de las importaciones o la posición de inversión internacional. Cuanto mayor es la integración financiera, más interdependencia hay entre la política monetaria en EE.UU. y la del resto de países. Por ello, Rey (2015) argumenta que el trilema se reduce a un dilema, y que cierta regulación de los flujos de capital es necesaria para tener un margen de soberanía monetaria que permita llevar a cabo políticas contracíclicas. Además, no solo es necesario domesticar la elasticidad de los flujos de capital, sino hacerlo de forma coordinada (Korinek, 2017).

La crisis financiera suscitó un replanteamiento del uso de los controles de capital (Ostry *et al.*, 2011). En su revisión del marco de gestión de los flujos financieros, el FMI reconoció que la liberalización de la balanza de capitales comporta riesgos para la estabilidad y que la regulación financiera es necesaria para amortiguar las entradas de flujos calientes y las paradas súbitas, junto con otras políticas macroprudenciales y contracíclicas (IMF, 2012)⁴. Otros terrenos legislativos como la fiscalidad también inciden indirectamente en la elasticidad de los flujos de capital. Por ejemplo, un Impuesto sobre

⁴ Aun así, la visión institucional del FMI solo contempla restricciones a los flujos entrantes y únicamente como medida de último recurso, y no como herramienta estabilizadora (Gallagher y Ocampo, 2013).

Transacciones Financieras como el propuesto por la Comisión Europea en 2011 no tiene finalidad recaudatoria, sino que busca reducir la volatilidad de los flujos financieros.

La respuesta a la crisis financiera en forma de austeridad puso de manifiesto los límites democráticos de una globalización basada en la liberalización de los flujos de capital y la reducción de la soberanía de los Estados sin contrapartidas en la gobernanza mundial. Desde entonces, la tendencia global apunta a una reversión de la integración económica y a la reintroducción de herramientas de control financiero. Sin embargo, en la UE esta tendencia es difícil de conjugar con un mercado integrado basado en la libre movilidad del capital y, en la zona euro, en ausencia de ajustes en el tipo de cambio. En la UE el desajuste entre el mercado y el alcance limitado de los Estados debería resolverse con un desarrollo institucional a escala continental que reforzara y complementara la capacidad de estabilización económica de los Estados, limitada por la integración financiera.

3. El experimento político incompleto de la Unión Europea

En el proceso de globalización, la UE es una excepción en el sentido de que la integración económica se ha acompañado de la creación de instituciones del alcance del mercado. Sin embargo, su diseño institucional sigue incompleto, con carencias estructurales que condicionan el desempeño de la economía y que comprometen su estabilidad ante las crisis. A pesar de los fondos de cohesión y desarrollo, las asimetrías persistentes entre países han propiciado la acumulación de desequilibrios, y la descentralización legislativa en ciertas materias sigue incentivando dinámicas de devaluación competitiva. La crisis financiera puso de manifiesto la ausencia de mecanismos para compartir riesgos, que amplificó el *shock* y su impacto asimétrico, y también las dificultades de intentar compensar estas carencias con acuerdos multilaterales en plena crisis.

Las políticas de austeridad ahondaron la crisis y subrayan la camisa de fuerza de los trilemas explicados en la sección anterior. La doble recesión europea en 2008 y en 2011 solo empezó a mitigarse con el anuncio del entonces presidente del BCE, Mario Draghi, de hacer todo lo necesario (“*whatever it takes*”) para evitar una descomposición de la zona euro en 2012, y con la expansión cuantitativa, iniciada en 2015. Desde entonces, el desarrollo de capacidad institucional se ha ido aplazando indefinidamente ante la falta de compromiso político, fiando la estabilidad a políticas monetarias que se diseñaron como extraordinarias, pero que han adquirido un carácter permanente con escasa base legal. En contraposición, la respuesta a la pandemia ha supuesto un cambio de rumbo, con mecanismos que, si se consolidan, mejorarían la articulación de la gobernanza europea.

3.1. Integración europea y áreas monetarias óptimas

La UE es un mercado único que se asienta sobre la libre movilidad del capital, de bienes, de servicios y de personas. Estas cuatro “libertades” prohíben a los Estados discriminar al capital, los bienes, los servicios y las personas de otros Estados de la Unión, que deben ser tratados en igualdad de condiciones con los nacionales. Además, en la zona euro, 19 países comparten una sola divisa, que implica un solo tipo de cambio y un solo tipo de interés. El Tratado de la Unión Europea (Maastricht) estableció unos criterios para alinear ciclos económicos, finanzas públicas y diferenciales de inflación de los países del euro, con el objetivo de minimizar el impacto de las asimetrías.

El mercado único tiene ventajas para sus participantes. Las empresas pueden operar en un mercado mucho mayor que el doméstico con una carga administrativa mínima, lo que les permite explotar economías de escala, aumentando el potencial de crecimiento. La estabilidad del tipo de cambio reduce

el riesgo cambiario, y favorece el comercio y la inversión extranjera. La unión monetaria reduce costes financieros al disponer de liquidez y emitir deuda en una divisa con estatus de reserva internacional. Sin embargo, una unión monetaria es la versión extrema de un tipo de cambio fijo, el segundo elemento de la trinidad imposible. La integración monetaria implica prescindir de dos herramientas de ajuste económico: el tipo de cambio y el tipo de interés.

Supongamos que dos países, A y B, están en equilibrio comercial y gozan de pleno empleo. Un desplazamiento de demanda de A a B abrirá un desequilibrio en sus balanzas de pagos, con un déficit que generará desempleo en A y un superávit que generará inflación en B. Si los precios en B suben y/o se aprecia su tipo de cambio, se puede restablecer el equilibrio sin necesidad de una recesión en A (aunque A será más pobre porque sus importaciones son más caras). Pero si A y B comparten una sola divisa el tipo de cambio no puede ajustarse. Ante un *shock* asimétrico, los países tienen necesidades de liquidez diferentes. El Banco Central común se encuentra ante una disyuntiva: combatir el desempleo en A o la inflación en B. Cuanto más reprima el banco central la inflación en B, más importante será el ajuste necesario en A en términos de desempleo para restablecer el equilibrio (Mundell, 1961). Los tratados adjudican al BCE un único mandato: controlar la inflación. Esto sesga su actuación en favor de los países con superávit comercial e imprime una tendencia recesiva en los países con déficit.

La teoría sobre áreas monetarias óptimas establece algunos requisitos que deben cumplir los países para reducir su exposición y facilitar el ajuste ante *shocks* asimétricos. Uno de ellos es la libre movilidad de trabajadores desde zonas con desempleo a zonas con más demanda de trabajo. La UE cumple (parcialmente) este requisito. Sin embargo, los flujos migratorios intraeuropeos son demasiado bajos para amortiguar las divergencias económicas entre países⁵ (Jager y Hafner, 2013). Otros requisitos prescriben una estructura productiva diversificada y similar entre países, para absorber mejor los *shocks* y responder a ellos de manera parecida, y contar con mecanismos que faciliten el ajuste compensando desequilibrios y compartiendo riesgos, como un sistema de transferencias fiscales automáticas y un tesoro común (Baldwin y Wyplosz, 2006). La UE falla en ambas.

3.1.1. La UE en tiempos normales

La creación del mercado único en 1993 impulsó la integración económica intraeuropea. Actualmente, la apertura comercial de los países de la UE es muy superior a la media mundial, y de media, unos dos tercios de las exportaciones nacionales se dirigen a otro país comunitario (Comisión Europea, 2019). La mayoría de estudios concluyen que la pertenencia a la UE ha sido beneficiosa para sus miembros, aunque con importantes diferencias entre ellos y la excepción notable de Grecia. De media, se calcula que la renta per cápita fue un 10% superior a lo que habría sido sin integración económica, en los primeros 10 años después de entrar en la UE (Campos *et al.*, 2019).

Sin embargo, la introducción del euro no supuso tanto un impulso comercial sino un impulso de integración financiera, con un aumento de los flujos de capital transfronterizos y de las posiciones cruzadas de inversión internacional, que estarían detrás de los desequilibrios intraeuropeos en las balanzas de pagos (Schmitz y Von Hagen, 2011). Además, la unión monetaria aumentó el grado de especialización en la estructura productiva de los países (Persson, 2011). La entrada masiva de flujos financieros que propició el euro en los países periféricos apreció su tipo de cambio efectivo real, reduciendo su competitividad y desplazando los recursos productivos hacia sectores domésticos de menor valor añadido (Montecino, 2022).

⁵ Sin considerar, por otro lado, el coste emocional para las personas que migran.

España es un ejemplo paradigmático de esto. En España, la integración europea marca un proceso de desindustrialización a través de dos *shocks*: uno, porque el tejido industrial era menos competitivo respecto del norte de Europa, y otro, porque los costes laborales eran más elevados respecto a Europa del Este, después de las sucesivas ampliaciones. En los primeros años de integración monetaria, este patrón de especialización en sectores de bajo valor añadido se consolidó con la entrada de flujos financieros, que sesgó los recursos productivos hacia el turismo y el sector inmobiliario, alimentando una burbuja. La balanza por cuenta corriente y la posición de inversión internacional desarrollaron déficits estructurales. En ausencia de moneda única, la necesidad de generar ingresos en divisas para satisfacer la deuda externa impone un límite al endeudamiento, pero la unión monetaria relajó estas restricciones. Antes del estallido de la crisis, en 2008, el déficit por cuenta corriente en España era de aproximadamente el 10% del PIB.

Las leyes de competencia y la integración monetaria contribuyen a que los diferenciales de productividad se traduzcan en divergencia económica entre países. Sin Unión Económica, los países con empresas menos productivas podrían compensar su desventaja competitiva con aranceles o subsidios. Sin unión monetaria las divisas de los países con superávit comercial tenderían a apreciarse y los países menos competitivos podrían devaluar su moneda y estimular las exportaciones. Aun sin ajustes en el tipo de cambio nominal, la inflación diferencial, que debería ser superior en los países con superávit, contribuiría a ajustar el tipo de cambio efectivo real, pero la política deflacionaria deliberada de países como Alemania, que ha obstruido su crecimiento salarial, y la entrada de flujos financieros en la periferia, ha impedido el reequilibrio (Montecino, 2022).

Sin mecanismos que compensen los diferenciales de productividad, los desequilibrios se consolidan y los países con superávit acumulan cada vez más derechos financieros sobre los ingresos futuros de los países deficitarios a través de su endeudamiento. Para evitar esta situación, los países intentan tener una posición de superávit recurriendo a otras maneras de abaratar los costes de producción para permanecer competitivos y atraer actividad económica, como por ejemplo las devaluaciones salariales y el *dumping* fiscal.

En el caso de las devaluaciones salariales, los menores costes laborales pueden estimular las inversiones, pero a costa de reducir la demanda de consumo. En el contexto de una economía integrada, las externalidades de demanda sesgan esta disyuntiva en favor de reducir los salarios para contener el déficit exterior. Sin embargo, si todos los países intentan atraer inversión, pero ninguno estimula su consumo, el exceso de capacidad instalada provocará estancamiento (Blecker y Razmi, 2008; Onaran y Galanis, 2012). De hecho, la pérdida de potencial de crecimiento, agudizada por las políticas de austeridad, ha dejado rezagada a la UE tanto en músculo industrial como en liderazgo tecnológico frente a EE.UU. y China.

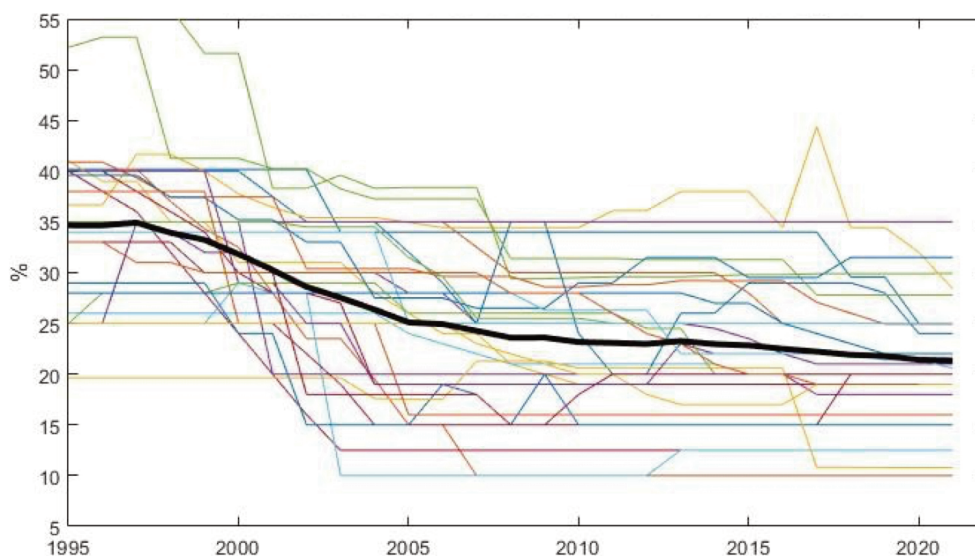
En cuanto a la fiscalidad, los tratados europeos la consideran una competencia exclusiva de los Estados. Que cada Estado tenga discrecionalidad para decidir el impuesto corporativo sobre un capital que circula libremente por la Unión incentiva dinámicas de evasión fiscal que generan importantes pérdidas recaudatorias⁶. De hecho, cinco miembros cumplen con los propios criterios de la Unión para designar a países extracomunitarios como paraísos fiscales (Langerock, 2019)⁷. Además, aprobar legislación europea en esta materia requiere unanimidad en el Consejo Europeo, de manera que cual-

⁶ Tørsløv *et al.* (2018) calculan que la evasión fiscal en el impuesto de sociedades genera pérdidas de hasta un 29% del total de la recaudación de ese impuesto en Alemania, un 26% en Francia, un 20% en Italia y un 16% en España. Los datos se pueden encontrar en <https://missingprofits.world/>.

⁷ Luxemburgo, Irlanda, Países Bajos, Malta y Chipre.

quiera de los países que son de facto paraísos fiscales tiene capacidad de veto. Este ha sido el obstáculo que ha impedido establecer una Base Consolidada Común para el Impuesto de Sociedades (BICCIS), una medida propuesta por la Comisión Europea en 2011, que contribuiría a acabar con la desregulación competitiva y con la evasión fiscal, solucionando dos importantes fallos de mercado. La Figura 2 muestra la senda del tipo estatutario de sociedades para los países europeos. El tipo medio (línea negra) ha caído 15 puntos en los últimos 25 años.

FIGURA 2. Impuesto de sociedades en la UE



Fuente: Elaboración propia a partir de Taxation Trends Report, 2021, Comisión Europea.

La competencia a la baja en materia laboral y fiscal supone un problema de acción colectiva, porque la integración implica que las decisiones de cada país tienen un impacto sobre los demás que no se tiene en cuenta en la legislación nacional. Las políticas de devaluación interna para mantener la competitividad empobrecen a los países y aumentan la desigualdad. Como se concluía en la segunda sección, conjugar la integración financiera con la soberanía legislativa de los Estados configura un régimen poco propicio para las políticas redistributivas.

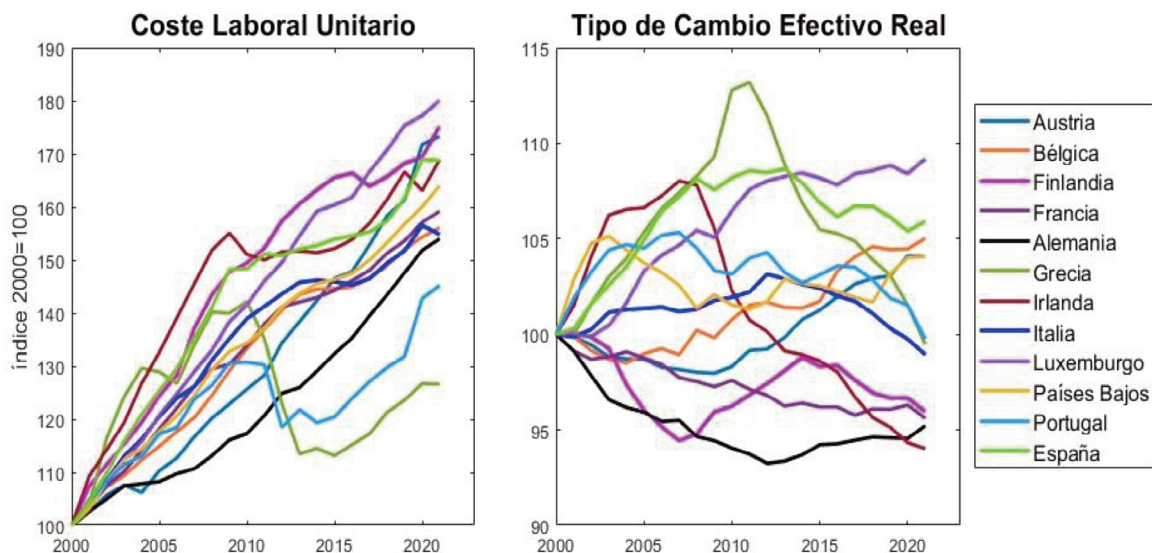
A decir verdad, la UE ha desarrollado instrumentos para reducir las diferencias económicas entre países. Entre 2014 y 2020, se desembolsaron 461.000 millones de euros, un tercio del presupuesto europeo, para las políticas de cohesión⁸, que han supuesto un apoyo importante para las regiones⁹. Gracias al acuerdo alcanzado durante la pandemia, estas partidas han aumentado en el presupuesto 2021-2027, con un total de 1.203.000 millones de euros (426.700 del presupuesto y 776.500 del fondo NGEU). Es importante que este aumento no sea coyuntural. Las políticas de cohesión facilitan la convergencia entre países, contribuyen a reducir los desequilibrios y reparten los beneficios de una integración a la que todos contribuyen. Además, estimulan el crecimiento, entre otras razones porque compensan las externalidades de demanda que sufren los países deficitarios, y lo hace a cargo de los países con superávit, que son sus principales beneficiarios.

⁸ Fondos Estructurales y de Inversión, como los Fondos Europeos de Desarrollo Regional (FEDER), el Fondo Social Europeo, los Fondos de Cohesión o los Fondos Agrícolas y de Desarrollo Rural.

⁹ Por ponerlo en perspectiva, se calcula que las transferencias del Oeste al Este de Alemania para apoyar la reunificación durante los primeros 20 años tras la caída del muro de Berlín fueron de unos 100.000 millones de euros anuales (Sinn, 2007).

A pesar de ello, predominan las fuerzas centrífugas que empujan a la divergencia. La Figura 3 muestra dos medidas de competitividad, el coste laboral unitario (panel izquierdo) y el tipo de cambio efectivo real (panel derecho) para los países de la zona euro. Desde la introducción del euro, el coste laboral unitario de Alemania ha crecido por debajo del resto de países (excepto Portugal y Grecia debido al fuerte ajuste tras la crisis). Su tipo de cambio efectivo real ha caído, de manera que el euro está infravalorado para las condiciones económicas de Alemania, y sobrevalorado para países como España.

FIGURA 3. Coste Laboral Unitario y Tipo de Cambios Efectivo Real



Fuente: Elaboración propia a partir de Eurostat.

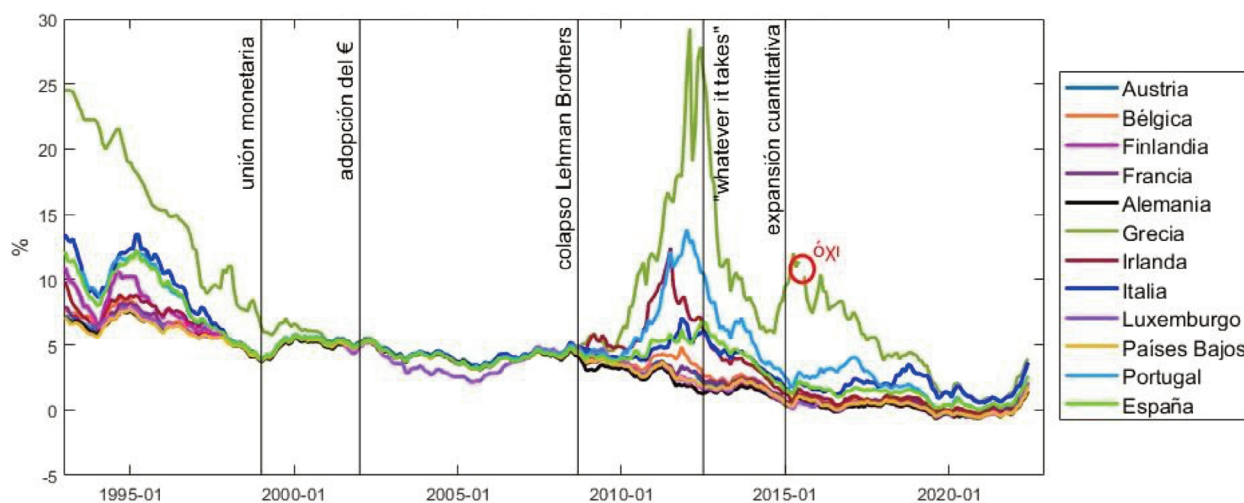
3.1.2. La UE en tiempos de crisis

Más allá de la dificultad estructural de convergencia, la arquitectura institucional europea falla especialmente en momentos de crisis. Las ganancias del comercio que se persiguen al apostar por la integración como motor de crecimiento se fundamentan en la especialización basada en la ventaja comparativa. Pero esto configura regiones que difieren en su estructura económica y responden de manera diferente a los *shocks*, causando asimetrías tanto en los costes de las crisis —en relación a las caídas del PIB y del empleo— como en la capacidad de los Estados para hacerles frente. Para aprovechar las ventajas de la integración y mitigar la amplitud y el coste de los ciclos económicos, son necesarios mecanismos que permitan compartir los riesgos de la especialización productiva (Díaz, 2020).

Ante una crisis, los Estados disponen de dos herramientas contracíclicas: la política monetaria y la política fiscal. En la zona euro, la política monetaria está delegada en el BCE, que atiende a 19 situaciones diferentes con un solo tipo de interés. La política fiscal es responsabilidad de los Estados. Dada la ausencia de capacidad fiscal central y de bonos de deuda común, cada Estado financia los estabilizadores automáticos emitiendo sus propios bonos. De esta manera, la respuesta asimétrica de las economías europeas ante las crisis se convierte en diferenciales en el coste de la deuda pública. Los Estados más afectados y con menor capacidad de respuesta son los que pagan más por endeudarse. El aumento de la prima de riesgo y las pérdidas de capital hacen que el rendimiento de sus bonos sea procíclico, poniendo en entredicho la transmisión de la política monetaria y construyendo el uso de los estabilizadores automáticos (Schnabel, 2020).

A diferencia de un país con soberanía monetaria, la deuda pública en la zona euro es equivalente a una deuda externa, porque se emite en una divisa que los países no controlan (Eichengreen *et al.*, 2005). La ausencia de un banco central que actúe de prestamista de última instancia merma la capacidad de los Estados de defender su solvencia, y confiere a los mercados financieros un poder desorbitado sobre su sostenibilidad (De Grawe, 2012). Ante las dudas sobre la solvencia de un país, los mercados exigen tipos de interés más altos y especulan con su bancarrota, elevando el riesgo de impago en un círculo vicioso inestable. Este círculo vicioso caracterizó los mercados de deuda soberana europea durante la crisis. Como muestra la Figura 4, con la introducción de la moneda única, el rendimiento de los bonos públicos convergió, pero volvió a divergir rápidamente de 2008 en adelante.

FIGURA 4. Tipo de interés del bono público a 10 años



Fuente: Elaboración propia a partir de ECB Statistical Data Warehouse, serie mensual “Long-term interest rate for convergence purposes” de la base de datos Interest Rate Statistics (2004, EU Member States & ACCBs).

El círculo vicioso de inestabilidad en el mercado de bonos soberanos se amplifica a través del sector bancario. Los balances de los bancos tienen un “vínculo diabólico” con las finanzas públicas. Los bonos soberanos son una parte importante de sus activos, mientras que parte de sus pasivos tiene cobertura del Estado a través de fondos de garantía de depósitos. A raíz de la gran crisis financiera, varias entidades financieras de la zona euro entraron en riesgo de insolvencia y este riesgo se trasladó al sector público, que absorbió sus pasivos morosos. La consiguiente huida de capitales de los mercados de bonos hundió el valor de los balances de los bancos, aumentando su riesgo de insolvencia. En países como Irlanda, Portugal y España, el coste del apoyo a bancos en dificultades se sumó al ya elevado coste de los estabilizadores automáticos para hacer frente a la crisis¹⁰.

Por si esto fuera poco, en 2010 se llevó a cabo una fuerte revisión de las cuentas públicas griegas, revelando una situación al borde de la bancarrota que ponía en riesgo a todo el sistema financiero continental. Pero la UE no disponía de una herramienta para hacerle frente. Ese mismo año se creó el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (EFSF), convertido en el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) en 2013¹¹, para apoyar a países con difícil acceso a los mercados financieros. Entre 2010 y 2016,

¹⁰ Estos países no solo sufrieron una crisis financiera, sino también el estallido de una burbuja inmobiliaria. En consecuencia, la gravedad de la crisis fue mucho más profunda, y así lo reflejaron sus déficits públicos: -11,3% del PIB en España en 2009, -11,4% en Portugal en 2010 y un bestial -32,1% en Irlanda en 2010.

¹¹ El MEDE no es un instrumento de la UE, sino un acuerdo intergubernamental de los países de la zona euro.

el EFSE/MEDE, junto a la Comisión Europea y al FMI, proveyó de asistencia financiera a Irlanda, Portugal, Grecia y Chipre bajo su programa de ajuste macroeconómico, y a España bajo el programa de recapitalización bancaria indirecta¹². Diez años después España apenas ha recuperado un 10% de los fondos que transfirió al sistema bancario en apoyo a su solvencia (*Cinco Días*, 2022).

La contrapartida a recibir asistencia financiera fue la obligación de implementar un programa de ajuste. La lógica de la condicionalidad macroeconómica asume que las dificultades de financiación de un país se derivan de la falta de frugalidad presupuestaria, y su solución es una consolidación fiscal y una devaluación competitiva para cerrar el doble déficit fiscal y exterior. Este diagnóstico es erróneo. Primero, la liberalización financiera genera inestabilidad incluso en países cuya gestión fiscal es frugal, particularmente si tienen que asumir pasivos del sector financiero¹³. En segundo lugar, el sistema financiero no es racional, sino que se caracteriza por equilibrios múltiples y pánicos especulativos que amplifican la inestabilidad y se retroalimentan. Además, el tipo de interés de algunos Estados no refleja su solvencia sino la presencia de externalidades, concentrando el riesgo de fragmentación de la zona euro (De Grawe, 2012).

El mandato de la consolidación fiscal también subyace al Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC), que restringe el déficit público (3% del PIB) y la deuda pública (60% del PIB)¹⁴. El brazo correctivo del PEC establece que los Estados deben reducir la deuda pública en exceso del 60% del PIB a un ritmo anual del 5%, sin atender el contexto económico. Pero si la consolidación fiscal aumenta la recesión, la deuda pública se vuelve más, no menos, insostenible¹⁵. Cuando este “mal equilibrio” se impone a un Estado, la estabilidad financiera de otros países también se ve afectada por efectos de segunda ronda (Azerki *et al.*, 2011). En efecto, la consolidación tras los rescates empeoró las condiciones económicas y la solvencia de los Estados con dificultades financieras, y causó una doble recesión en la zona euro.

La inestabilidad financiera no remitió hasta que Mario Draghi aseguró en 2012 que haría todo lo necesario para salvar el euro, anunciando un instrumento de compra de bonos en el mercado primario, sujeto a condicionalidad. Este nunca ha sido usado, pero permitiría al BCE actuar como prestamista de última instancia si la viabilidad del euro se pone en entredicho. El anuncio calmó a los mercados, pero la política fiscal siguió siendo demasiado restrictiva hasta la expansión cuantitativa en 2015, por fin libre de condicionalidad¹⁶. La expansión cuantitativa se diseñó para que fuera simétrica y limitada¹⁷, pero proporcionó el margen financiero suficiente para que los Estados periféricos, con la excepción de Grecia¹⁸, apoyaran fiscalmente su recuperación.

¹² La Tabla 1 del apéndice detalla las cantidades y la cronología de los paquetes de asistencia financiera.

¹³ En España la deuda pública era del 35% del PIB en 2008; Italia acumula superávits primarios desde antes de su entrada en el euro, a excepción del año 2009.

¹⁴ Esta norma arbitraria fue establecida en el Tratado de Maastricht y todos los países la han incumplido, porque el balance fiscal cíclico no responde a criterios morales sino a la necesidad de estabilizar la economía.

¹⁵ Otro elemento procíclico del PEC es el cómputo del déficit basado en el “*output* potencial”, un constructo teórico no observable que a la práctica se estima con una media ponderada de las observaciones pasadas, de manera que varios años seguidos de recesión reducen el *output* potencial y cuando se recupera el crecimiento enseguida se puede considerar que la economía se está sobrecalentando (Heimberger y Kapeller, 2017).

¹⁶ La expansión cuantitativa en EE.UU. había empezado siete años antes, en 2008.

¹⁷ En el programa de compra de activos públicos (PSPP), la cartera de bonos soberanos debe ser proporcional a la participación de capital de cada país en el BCE. Además, estas compras se producen en los mercados secundarios y no pueden superar el 30% en cada subasta, ni el 30% del total de activos en circulación.

¹⁸ Grecia no tenía un problema de liquidez sino de solvencia. A pesar de las cuantiosas transferencias financieras y de la reestructuración de su deuda, la condicionalidad macroeconómica draconiana impuesta sobre el país hundió su PIB, que es un 30% inferior a los niveles anteriores a la crisis.

Aparte de la política monetaria, la UE ha intentado mejorar su marco regulatorio ante las crisis financieras con un proyecto de Unión Bancaria de tres pilares: supervisión, resolución y seguro comunes. En los primeros dos elementos se han producido avances significativos, aunque los Estados siguen siendo los principales responsables de absorber los costes de la insolvencia de los bancos nacionales¹⁹. Además, el balance contable de los bancos sigue sin consolidarse a nivel europeo, de manera que pueden eludir la absorción de pérdidas de sus filiales transfronterizas. Finalmente, el tercer pilar, el Fondo Europeo de Garantía de Depósitos (EDIS), que supondría un auténtico estabilizador automático, está estancado y tiene pocos visos de prosperar (Sánchez-Barrios, 2020).

De todas las lecciones de la crisis de la zona euro, los Estados se han centrado en el vínculo diabólico entre sector público y sector financiero, sin entender que han configurado una unión monetaria intrínsecamente inestable, que exige contener las presiones procíclicas de los flujos financieros y reforzar los mecanismos estabilización macroeconómica. Las dinámicas de amplificación financiera constriñen los estabilizadores automáticos de los Estados y alargan las recesiones en el tiempo. Por este motivo, la disyuntiva entre reducir o compartir el riesgo es falsa: compartirlo es reducirlo. La Unión debe compensar la pérdida de capacidad estatal con estabilizadores automáticos europeos y con dispositivos para cortocircuitar las dinámicas de amplificación financiera. Esta sería la tarea de una Unión Fiscal.

3.2. La crisis de la COVID-19 y la respuesta europea

A diferencia de lo sucedido en el periodo 2008-2012, la respuesta económica de la UE a la crisis derivada de la pandemia fue histórica y sin precedentes. El BCE anunció casi de inmediato un programa de compra de bonos soberanos, a través del cual ha adquirido activos por valor de 1,8 billones de euros. La Comisión Europea apostó por una política fiscal expansiva, activando la cláusula de escape del PEC, y subsidiando una parte de los estabilizadores automáticos nacionales. Por su parte, el Consejo y el Parlamento Europeo acordaron, entre el Marco Financiero Plurianual y el paquete de estímulo post-COVID-19, el Fondo de Nueva Generación (NGEU), la mayor movilización de dinero europeo hasta la fecha: otros 1,8 billones de euros, un 10% del PIB anual de la UE, a gastar en siete años.

Estos acuerdos suponen una innovación en la gestión macroeconómica de las crisis en la UE. En materia fiscal, un 46,7% del paquete principal del NGEU, el Fondo de Recuperación y Resiliencia, dotado con 724.000 millones de euros, son transferencias fiscales distribuidas asimétricamente, financiadas con bonos europeos, y sin condicionalidad macroeconómica²⁰. El instrumento de Apoyo para mitigar los Riesgos de Desempleo en una Emergencia (SURE), con una envoltante de hasta 100.000 millones de euros, es un crédito para que los Estados financien las prestaciones por desempleo a coste significativamente inferior al tipo de interés que podrían obtener individualmente en los mercados de capital²¹. Aunque ninguna de las partidas consiste en transferencias directas a la ciudadanía sin pasar por el balance de los Estados, sí permiten compartir y reducir el coste de las políticas contracíclicas estatales, apoyando la estabilización de la economía europea.

Sin embargo, el NGEU no es un estímulo añadido, sino un sustituto del Pacto Verde Europeo que la Comisión Europea había anunciado antes de la pandemia para promover una reconversión industrial digital y verde. Además, la política industrial europea tiene varios obstáculos. Por un lado, se centra

¹⁹ Con este propósito se está estudiando la reforma del MEDE.

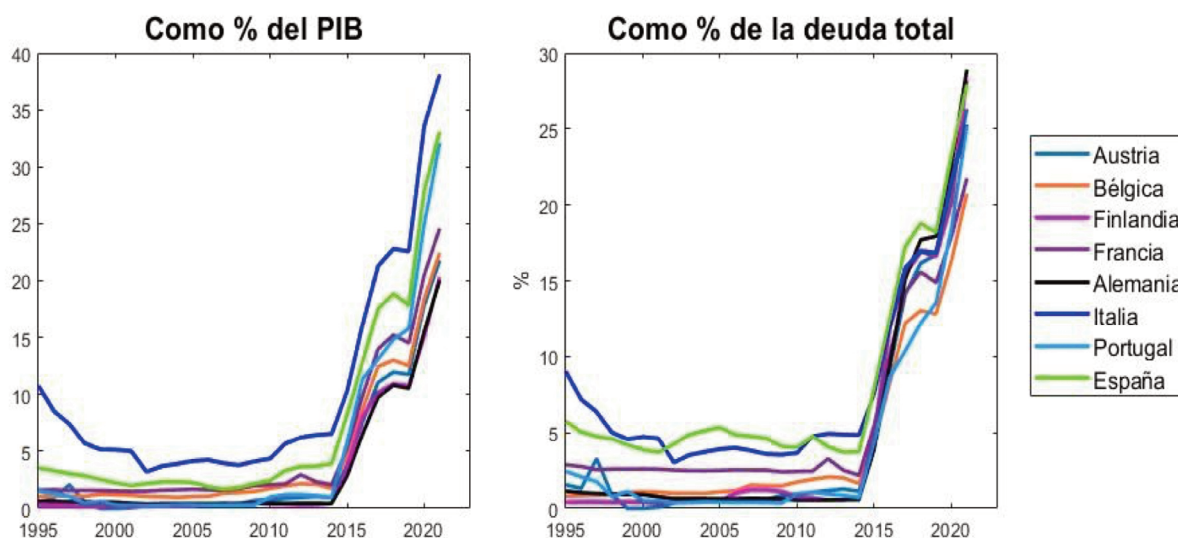
²⁰ Mientras que los 30.500 millones destinados a Grecia corresponden al 16,6% de su PIB, los 25.600 millones de Alemania son solo un 0,74% de su PIB. El progreso en la distribución de estos fondos se puede consultar en la siguiente página web: https://ec.europa.eu/economy_finance/recovery-and-resilience-scoreboard/disbursements.html.

²¹ El progreso en la distribución de estos fondos se puede consultar en la siguiente página web: https://economy-finance.ec.europa.eu/eu-financial-assistance/sure_es.

en subsidiar el riesgo de la inversión privada, confiando en su iniciativa mercantil, a través de instrumentos de garantía financiera que trasladan los pasivos de esas operaciones al balance del sector público. Esto impide a la inversión pública incidir en fallos de coordinación, generar adicionalidad y liderar la creación y dirección de los mercados a través de políticas de gasto y licitación (Rubio, 2018). Por otro lado, tras una década de austeridad que ha mermado la infraestructura pública, la capacidad de absorción y gestión de fondos de los Estados es limitada. Finalmente, las partidas destinadas a financiar y desarrollar bienes públicos europeos son exiguas.

En materia monetaria, el Programa de Compras de Emergencia Pandémica (PEPP) del BCE es otro instrumento de expansión cuantitativa, pero esta vez con la flexibilidad para atender a las necesidades de liquidez específicas de cada bono soberano²². El PEPP fue determinante para evitar que la crisis de la COVID-19 se convirtiera en una repetición de los círculos viciosos de inestabilidad financiera de 2010-2012. Su implementación asimétrica e inmediata garantizó las políticas de sostén de ingresos durante el confinamiento independientemente de la situación financiera de los Estados. Sin embargo, este instrumento carece de base legal en los tratados europeos. No es sostenible que la única fuente de estabilidad sea vulnerable a la discreción de la Junta Ejecutiva del BCE y a un desafío judicial. Esto responde a un exceso de responsabilidad del BCE a la hora de gestionar las crisis, pero la política monetaria no puede sustituir a una política fiscal que establezca el ciclo económico no solo en el tiempo, sino también entre regiones. La Figura 5 muestra la proporción de bonos públicos en el balance del BCE como porcentaje del PIB y de la deuda total.

FIGURA 5. Bonos públicos en el balance del BCE



Fuente: Elaboración propia a partir de ECB Statistical Data Warehouse.

Una condición necesaria para que la UE tenga capacidad de gasto es que también tenga capacidad de recaudación. Actualmente, su financiación depende en más del 80% de las contribuciones de los Estados, que se renegocian en cada presupuesto. La falta endémica de recursos propios de la UE se debe a la descentralización legislativa en materia fiscal, que se refleja en el historial de iniciativas fiscales estancadas por falta de unanimidad en el Consejo Europeo. Para hacer frente al vencimiento de los bonos emitidos para financiar el NGEU, se ha anunciado una ampliación de las fuentes de recaudación a través de impuestos ambientales (derivados del mercado de derechos de emisiones contaminantes

²² Además, a diferencia del PSPP, considera los bonos soberanos griegos admisibles.

y del ajuste de carbono en frontera) y de la transposición del acuerdo sobre fiscalidad internacional de la OCDE²³. Pero mientras la Unión no disponga de ingresos propios suficientes, no podrá diseñar mecanismos de gasto automático. Por ello, el NGEU está pensado como un fondo contingente para apoyar la recuperación tras la pandemia, mientras que el esfuerzo contracíclico ha recaído sobre los Estados (Brun, 2020).

No solo la UE carece de política fiscal contracíclica a nivel continental, sino que no tener instrumentos automáticos prolonga los tiempos de una respuesta negociada en un marco de gobernanza multilateral, y la elevada presencia de externalidades regulatorias, macroeconómicas y financieras conduce a dilemas del prisionero. En contraposición, la capacidad centralizada del BCE lo sitúa en una posición única para hacer prevalecer el interés común superior y de forma inmediata. La poca adecuación y el mal desempeño de algunos instrumentos de gobernanza europea, como el PEC o el MEDE, ante las necesidades para las que fueron diseñados, han abierto la puerta a su reforma. Está por ver si la solidaridad emergida en la respuesta a la COVID-19 fue excepcional o guiará un nuevo impulso de desarrollo institucional comunitario.

4. Un futuro de incertidumbre radical

En la década posterior a la crisis financiera parece haberse producido cierto reconocimiento de la naturaleza insostenible del modelo de crecimiento basado en la globalización financiera, instigando una interrupción en el ritmo de integración económica. Sin embargo, los cambios regulatorios han sido escasos y acotados al sistema bancario tradicional, sin atender a la financiarización de manera más amplia, que ha sido crucial en el aumento de la desigualdad. Los déficits de gobernanza global se han pretendido subsanar con clubes de países ricos como el G-7 o el G-20, sin mecanismos redistributivos que compensen los desequilibrios entre países. Incluso con una política monetaria ultralaxa, el crecimiento raquítrico y sin rumbo ya daba señales de agotamiento en 2019, cuando aún no se atisbaba la gravedad de la pandemia.

La COVID-19 acabó con el *impasse* tras la crisis financiera. Las medidas de confinamiento para frenar la pandemia produjeron una recesión súbita²⁴. Sin intervención pública, las externalidades y los fallos de coordinación que caracterizaban la situación sanitaria hubieran supuesto un coste inconcebible en vidas humanas. Sin embargo, a diferencia de la crisis anterior, el aumento decidido del gasto público permitió recuperar los niveles de empleo o de PIB en poco tiempo. La activación del arsenal del Estado convirtió la COVID-19 en testigo de su potencial para garantizar ingresos, movilizar recursos, amortiguar los *shocks* y dirigir los asuntos colectivos, por ejemplo, propiciando el desarrollo de vacunas en tiempo récord.

En paralelo al redescubrimiento del Estado, se hicieron patentes las carencias de un modelo de globalización sin mecanismos de redundancia productiva ni de autonomía estratégica. Con los confinamientos, las cadenas de producción organizadas con el único criterio de minimizar costes han sufrido múltiples problemas de suministros. La escasez de material sanitario al inicio de la pandemia y la invasión rusa de Ucrania y sus consecuencias para los precios energéticos subrayan la vulnerabilidad de la dependencia exterior en bienes esenciales. La transformación ecológica sugiere la necesidad de re-

²³ En septiembre de 2021, la OCDE acordó un nuevo marco de imposición corporativa internacional para luchar contra la evasión fiscal que contiene dos pilares. El primero es un impuesto del 15% sobre los beneficios extraordinarios de las multinacionales que excedan los 750 millones de facturación global anual.

²⁴ El PIB en España se desplomó un 18,5% entre el primer y el segundo trimestre de 2020.

localizar parte de la actividad productiva para hacerla sostenible. Todos estos elementos apuntan hacia un periodo de desglobalización, agravado por conflictos geopolíticos subyacentes que vuelven a primer plano.

Si después de comprobar la capacidad del Estado se abría una ventana de oportunidad para atajar cuestiones pendientes como la desigualdad o la sostenibilidad, el retorno de la inflación y de la tensión geopolítica supone un riesgo de retroceso. Una subida del tipo de interés ante el endeudamiento generalizado tras la pandemia amenaza la estabilidad financiera. Mientras que es necesario resguardar la capacidad soberana del Estado para intervenir en los vaivenes del mercado, la interdependencia global no es solo consecuencia de la integración económica, sino también de la vida compartida en el planeta, como ponen de manifiesto la pandemia²⁵ y el cambio climático. La fase desglobalizadora que se abre, dominada por lógicas belicistas y de suma cero, amenaza con dificultar aún más la cooperación, y suscita una competencia que es inherentemente inestable y que aumenta la vulnerabilidad del conjunto.

En el remanente de la sección se analizan los principales condicionantes de la economía en los próximos años. Hay elementos de riesgo que contribuyen a aumentar la inestabilidad económica y la desigualdad. Pero también hay oportunidades, con la consolidación de nuevas herramientas de intervención pública en la economía que reequilibren el poder desde el sector financiero hacia el Estado y permitan desarrollar mecanismos que anclen la regulación del mercado con una gobernanza al mismo nivel. Al final de la sección se resumen en una tabla.

4.1. Desglobalización

La globalización financiera ha primado la minimización de costes productivos, eliminando las redundancias, y ha disminuido la autonomía estratégica de los países en áreas esenciales, aumentando su dependencia externa. Sin embargo, no ha habido un desarrollo paralelo de espacios de cooperación para gobernar esta mayor interdependencia, y esto ha aumentado la vulnerabilidad del sistema económico global, como se hizo evidente con las crisis financieras de 2008 y de la COVID-19 en 2020.

Las cadenas de valor configuradas con criterios de minimización de costes son propensas a sufrir disrupciones severas por la falta de diversificación en las fuentes de suministros²⁶. El aprovisionamiento de inmediatez (*just-in-time*) desaconseja la acumulación de inventarios que actúan de colchón cuando las fuentes de suministros fallan. La coordinación logística del transporte global de mercancías se gestiona desde grandes *hubs* que adelgazan las redes de distribución por su paso, generando cuellos de botella. Al inicio de la pandemia, el cierre de las fronteras, el acaparamiento, las subastas al mejor postor incumpliendo acuerdos comerciales previos o la obstrucción de información y tecnología, subrayaron la ventaja de gozar de autonomía estratégica para la provisión de ciertos bienes esenciales.

Más recientemente, la invasión rusa de Ucrania ha provocado un fuerte encarecimiento de la energía fósil, revelando la enorme dependencia de la estructura industrial europea de las importaciones de gas ruso. Las sanciones a Rusia y las restricciones en los suministros como represalia han encarecido las importaciones hasta el punto de hacer desaparecer el potente superávit por cuenta corriente ale-

²⁵ A pesar de que la inmunidad debe ser global porque donde circula el virus se desarrollan nuevas variantes, el porcentaje de población en países pobres que ha recibido al menos una dosis no llega al 20%, mientras que en los países ricos supera el 80%. Se puede consultar el progreso de la vacunación mundial en tiempo real en el portal Our World in Data: <https://ourworldindata.org/covid-vaccinations>.

²⁶ Por ejemplo, los sectores dependientes de microchips y semiconductores, como el automovilístico, han tenido muchos problemas para asegurar la continuidad de las operaciones ante las interrupciones en las cadenas de suministros derivados de la política anti-COVID china.

mán²⁷. También se ha hecho patente la vulnerabilidad de la cadena agroalimentaria, con su alta dependencia tanto de Ucrania como de Rusia para el abastecimiento de alimentos básicos como el aceite de girasol o el trigo²⁸. Especialmente desde la invasión de Ucrania, se observa un deseo de la UE de reforzar su autonomía estratégica. El objetivo aparente es competir con los grandes bloques conformados por EE.UU. y China, pero no está claro si además incorporará una mirada más integradora, redistributiva, democrática del comercio y las relaciones internacionales.

Si se confirma una tendencia a la desglobalización, emergerán de manera creciente estas tensiones entre, por un lado, las interdependencias en una economía integrada y, por el otro, la reconfiguración geopolítica del mundo. La crisis de 2008 propulsó la emergencia de China, que actuó como fuente de demanda y crédito de última instancia, como polo de poder. La guerra comercial que caracterizó la década posterior es un anticipo de la pugna entre EE.UU. y China que marcará los próximos años. En este escenario, la dependencia económica de socios comerciales que también son rivales geopolíticos es una fuente de vulnerabilidad (Roberts y Lamp, 2021). Además, la expulsión de Rusia del sistema de pagos internacional y la expropiación de sus reservas denominadas en dólares²⁹ puede acelerar un cambio en la configuración financiera y monetaria del mundo, con una alternativa al sistema-dólar³⁰.

Otro terreno en el que la integración económica pone en riesgo la independencia geopolítica es la economía digital. La recolecta, el almacenamiento y la comercialización de datos, y la inteligencia artificial entrenada para procesarlos, van a ser un aspecto determinante de la carrera tecnológica del futuro. Este es un terreno que avanza a una velocidad superior a la capacidad regulatoria. El escándalo de Cambridge Analytica, por el que algunos inversores privados pudieron comprar influencia en los resultados electorales, pone de manifiesto los límites democráticos del mercado de datos. Mientras que las consideraciones de carácter ético aconsejarían evitar el desarrollo de ciertas tecnologías³¹, la competencia global empuja a los países a desarrollarlas para garantizar la disponibilidad doméstica de tecnología estratégica, en un juego de la gallina (Véliz, 2021).

A pesar de estos riesgos, un retroceso en la integración financiera brinda la oportunidad de corregir aspectos de la globalización perniciosos para la estabilidad económica y para la igualdad. La gestión de los flujos financieros debe blindar el uso de políticas contracíclicas. El desarrollo de autonomía estratégica requiere de planes de inversión públicos que impulsen una transformación verde y digital con un elevado potencial para generar empleo de calidad. La relocalización de algunos procesos productivos reducirá su huella ecológica al acercarlos a las fuentes de consumo. En este proceso, será necesario también diseñar mecanismos globales de transición y compensación para los países del Sur que, con la desglobalización, pierdan oportunidades económicas, apoyando la diversificación productiva, el consumo local y la adopción de tecnologías avanzadas y sostenibles. Las consecuencias de la desglobalización dependerán de si esta se basa en un retorno del Estado frente al mercado o en una lógica de competencia geopolítica basada en la exclusión y la suma cero.

²⁷ Las importaciones rusas suponían el 53,7% de su consumo de gas en 2020, y el gas era un 27% del mix energético. En España, las importaciones de Rusia no llegaban al 0,5% del total (McWilliams *et al.*, 2022).

²⁸ Rusia y Ucrania suponen juntas el 56% de la producción y el 64% del comercio mundiales de aceite de girasol, y el 13% de la producción y el 23% del comercio mundiales de trigo. Datos extraídos de <https://ourworldindata.org/agricultural-production>.

²⁹ Branko Milanovic sostiene que se trata de la transferencia de riqueza más grande de la historia.

³⁰ El dólar representa el 60% de las reservas mundiales y el 40% del comercio internacional.

³¹ Un ejemplo prematuro fue el desarrollo de tecnología nuclear, que requirió un acuerdo global tras años de riesgo elevado por la carrera armamentística de la Guerra Fría. Un ejemplo más moderno es el desarrollo de la biotecnología que propugna la *comodificación* total del cuerpo humano.

4.2. Inflación

La globalización se asoció a una integración financiera que aumentó el endeudamiento y la desigualdad. Al mismo tiempo propició, junto con un superciclo de abaratamiento de las materias primas, un largo periodo de desinflación. El desacople de salarios y productividad y la caída en la sindicación redujeron los costes laborales y el vínculo de la inflación con las demandas salariales. Las deslocalizaciones sustituyeron una producción doméstica “cara” por importaciones baratas producidas globalmente, particularmente después de la entrada de China en la OMC. Esta “gran moderación” de los precios allanó la curva de Phillips en las economías occidentales, de manera que la inflación no ha supuesto una restricción para las políticas contracíclicas en las últimas décadas, reduciendo el coste de los estímulos³².

En las próximas décadas, la tendencia desglobalizadora y el encarecimiento de las materias primas tenderán a revertir la moderación de la inflación. Tanto la energía como los alimentos básicos son insumos de primera necesidad, cuya demanda es muy inelástica, de manera que pequeños cambios en la oferta provocan una gran fluctuación de precios. La energía y las materias primas son insumos productivos imprescindibles para el resto de la economía, y afectan a la estructura de costes del tejido empresarial. Además del encarecimiento de estos productos, se pueden sumar nuevas fuentes inflacionarias derivadas de las tensiones en las cadenas de producción, del impulso por la autonomía estratégica o de la acción climática.

La incertidumbre aumentará los costes productivos. Mejorar la resiliencia de las cadenas de producción requiere diversificar las fuentes de aprovisionamiento, planificar redundancias y acumular inventarios ante interrupciones frecuentes en los suministros, sustituyendo el criterio de *just-in-time* por el de *just-in-case* (por si acaso). No está claro si la relocalización de la industria conllevará también una relocalización del empleo, ya que los mayores salarios en Occidente pueden estimular la automatización. En todo caso, en la medida en que aumenten los costes laborales, se añadirán a la presión inflacionaria. En ciertas áreas es imposible la autonomía, por ejemplo, en materias primas escasas en el subsuelo terrestre como el cobalto o el litio³³, imprescindibles para la transformación ecológica. Las pugnas para asegurar la provisión de estas materias pueden ser nuevas fuentes de tensión geopolítica³⁴.

Un régimen macroeconómico con fricciones de oferta complica la acción del banco central para contener la inflación. La política monetaria actúa por la vía de encarecer el crédito y reducir la demanda a través de una menor inversión y de un aumento del desempleo. Las subidas del tipo de interés después del endeudamiento generalizado para hacer frente a la pandemia tienen riesgos para la estabilidad financiera. En un contexto en el que los *shocks* de oferta son externos, las presiones inflacionarias se pueden dar en una economía que no opera a plena capacidad y controlar la inflación por la vía de inducir una recesión es muy costoso en términos de PIB. Además, encarecer el crédito va a retrasar inversiones necesarias para la política climática y para la autonomía estratégica. Subordinar estos objetivos a la estabilidad de precios es arriesgado en un contexto de crisis solapadas, de elevada desigualdad y de polarización política (Weber, 2022).

Por otro lado, la globalización ha reducido los precios de los bienes de importación, pero los precios en los sectores domésticos han aumentado significativamente en las últimas décadas (Manyika *et al.*,

³² La expansión monetaria sin precedentes de los programas de compra de activos de los bancos centrales ha puesto en entredicho las teorías que vinculan la creación de dinero público con el aumento de los precios.

³³ La República Democrática del Congo produce el 70% de la oferta mundial de cobalto, mientras que Australia y Chile alcanzan el 75% de la oferta global de litio (IEA, 2021).

³⁴ Desde agosto de 2020 se han producido seis golpes de Estado en las regiones del Sahel y del África occidental (Chad, Guinea, Sudán, Burkina Faso y dos en Malí) con el telón de fondo de la lucha por el control de la riqueza mineral de la región.

2020). En el sector inmobiliario, los alquileres y los precios de compra han subido por encima del salario medio, alimentados por dinámicas especulativas y rentistas derivadas de la financiarización, la aglomeración³⁵ y la concentración de la propiedad. Los precios también han aumentado en los servicios básicos como la sanidad, la educación o los servicios de cuidados, cuya progresiva privatización ha implicado su gestión corporativa y el ejercicio del poder de mercado. Desde la reapertura de las economías tras los confinamientos, la tendencia en los precios relativos se ha revertido y la inflación se ha trasladado a sectores dependientes de importaciones como la energía o las manufacturas, afectados por los cuellos de botella y la tensión geopolítica. En algunos sectores, la subida de los precios no se justifica por un aumento en los costes, sino en los márgenes empresariales (Perkins, 2022).

En una situación de escasez real, los precios reflejan acaparamiento y especulación, y no estimulan la oferta. Dado su componente sectorial, algunos economistas abogan por controlar la inflación con un enfoque de precisión, con medidas de apoyo a la oferta a través de políticas industriales para evitar situaciones de desabastecimiento y otras fricciones. En el corto plazo, esto se podría complementar con controles selectivos en sectores cuyos precios reflejen dinámicas especulativas, y con un impuesto sobre los beneficios extraordinarios que desincentive el aumento de los márgenes (Weber, 2022). Otras propuestas incluyen constituir “cárteles de compradores” para contrarrestar el poder de mercado de los productores de bienes escasos, y el desarrollo de alternativas públicas asequibles en relación con bienes y servicios esenciales³⁶. Este enfoque propugna una mayor planificación pública de la economía que reconozca la situación de emergencia.

4.3. Financiarización

Aunque el sector financiero no fue fuente de inestabilidad durante la crisis de la COVID-19, esto puede cambiar si el próximo ciclo viene acompañado de una política monetaria recesiva. Tras la pandemia, tanto el sector público como los hogares y las empresas están mucho más endeudados³⁷. En este contexto, una subida de tipos es extremadamente delicada. En la UE, una retirada de apoyo a los bonos periféricos puede suscitar una repetición del ciclo de inestabilidad de 2010-2012. Al mismo tiempo, no subir los tipos de interés cuando otros lo hacen debilita la divisa y encarece las importaciones, que son la principal fuente de presión inflacionaria. La subida de tipos de la Reserva Federal pone presión sobre la Balanza de Pagos de los países endeudados en dólares, que requieren un mayor apoyo de liquidez del FMI con la emisión de Derechos Especiales de Giro.

Desde la crisis de 2008, los acuerdos de Basel han establecido regulaciones en el sistema bancario para evitar el exceso de apalancamiento que derivó en la crisis financiera de 2008³⁸. Pero la regulación bancaria no atiende todos los aspectos negativos de la financiarización, en particular la securitización, las externalidades financieras y los incentivos perversos cuando la gestión pública y corporativa se sujeta a la rentabilidad a corto plazo.

La desregulación financiera que acompañó a la liberalización de las balanzas de capitales dio lugar a una explosión de la securitización. La creación de activos financieros a partir del empaquetado de cuo-

³⁵ El aumento de la actividad turística ha contribuido a la concentración de la actividad en las grandes urbes.

³⁶ Algunas de estas medidas ya han sido implementadas con éxito durante la COVID-19, como el tope en el precio de las mascarillas o las compras conjuntas de material sanitario de la UE.

³⁷ De 2019 a 2020, la deuda mundial combinada de hogares, empresas y sector público subió del 227% al 256% del PIB, el mayor aumento desde la Segunda Guerra Mundial. Datos en <https://blogs.imf.org/2021/12/15/global-debt-reaches-a-record-226-trillion/>.

³⁸ Estas incluyen la acumulación contracíclica de colchones de capital, un prorrateo en el cómputo de capitalización de los bancos que refleje mejor el riesgo, límites a la securitización de activos morosos y una mayor transparencia en la asignación de pérdidas para entidades en situación de insolvencia.

tas hipotecarias³⁹ permitió a las entidades financieras camuflar el riesgo de su balance y expandió el crédito hacia los hogares, alimentando burbujas inmobiliarias. La securitización amplía las capas de acreedores y deudores desde la fuente de renta (e.g. la cuota hipotecaria) hasta el propietario último del activo, que introduce incertidumbre y asimetría informativa sobre la solvencia de los intermediarios involucrados, complicando la asignación de pérdidas cuando los activos se declaran morosos, que tiende a trasladarlas al sector público. También aumenta la exposición de los inversores a mecanismos de amplificación financiera, en los que la solvencia depende de la valorización de los activos y viceversa, incrementando la inestabilidad sistémica.

La nueva regulación financiera ha quedado acotada al sistema bancario tradicional. Para eludir estas normas, el capital financiero está desarrollando un ecosistema bancario en la sombra (*shadow-banking*), basado en inversores institucionales⁴⁰ y del sector de “finanzas mercantiles” que busca nuevas fuentes de renta para securitizar en el sector del medioambiente, social y de gobernanza corporativa (ESG, por sus siglas en inglés). De hecho, la securitización es central en los planes de transformación digital y ecológica de organismos internacionales como el FMI o el Banco Mundial, y de bancos públicos como el Banco Europeo de Inversiones (BEI), y corre el riesgo de subordinar sus objetivos a criterios de rentabilidad, reduciendo el potencial desarrollístico del Estado (Gabor, 2019).

Por otro lado, la financiarización ha sesgado la gobernanza corporativa hacia la primacía de los rendimientos accionariales a corto plazo, a costa de otros *stakeholders* como los trabajadores. El modelo financiero de gobernanza corporativa propone reestructurar las empresas externalizando las actividades de menor valor añadido y apalancar los flujos remanentes de la matriz para maximizar el valor bursátil, a menudo en detrimento de la calidad del producto y de la sostenibilidad de la empresa a largo plazo (Lazonick y O’Sullivan, 2000). Además, la subcontratación crea un lugar de trabajo “fisurado” que reduce el poder de negociación del trabajo (Weil, 2014). La financiarización de estas nuevas rentas de poder de mercado ha inflado el valor de los activos financieros, propiedad de los más ricos, presionando a la baja los salarios, que son la fuente de ingresos de la mayoría de la población (Brun y González, 2017).

La subcontratación también se ha dado en el sector público, en un contexto de progresivo desmantelamiento del Estado del bienestar. En la provisión de un bien público, la búsqueda de rendimiento privado difiere de lo socialmente deseable. Al tratarse de bienes o servicios de primera necesidad, su demanda es muy inelástica y las privatizaciones suelen comportar un aumento en el precio⁴¹. Además, hay sectores esenciales gobernados por la financiarización, como las pensiones y la vivienda. Los fondos de pensiones privados se han convertido en los mayores inversores institucionales en busca de rentabilidad. En el mercado inmobiliario, las dinámicas especulativas y rentistas del capital global impiden el ajuste de precios a pesar de la caída de la demanda doméstica, dificultando el acceso a la vivienda y favoreciendo la concentración de la propiedad.

Por otro lado, si la integración financiera ha aumentado la desigualdad, el estancamiento de la globalización es una oportunidad para recuperar herramientas de gestión de los flujos de capital que amplíen

³⁹ El ejemplo más prominente de securitización fueron los activos respaldados por hipotecas (*mortgage-backed securities*), dentro de una categoría amplia de valores respaldados por otros activos (*asset-backed securities*), basados en seccionar, empaquetar y comercializar flujos de cuotas hipotecarias o de rendimientos de activos financieros. Otro ejemplo fueron los *swaps* de incumplimiento crediticio (*credit default swaps*), extendidos por las aseguradoras ante la demanda de cobertura por la creciente inversión en los anteriores.

⁴⁰ Los fondos de inversión, de capital privado, de pensiones o de cobertura (*hedge funds*) son ejemplos de inversores institucionales. El más conocido es el fondo de inversión BlackRock, que en 2021 gestionaba más de 10 billones de dólares en activos, aproximadamente el 40% del PIB de EE.UU.

⁴¹ La gestión privada de la salud en EE.UU. es un ejemplo paradigmático, con el país gastando más per cápita y obteniendo peor cobertura y nivel de salud de la población que cualquier otro país rico.

el margen para llevar a cabo políticas contracíclicas y redistributivas. Dada la concentración de la propiedad, es necesario incidir directamente en la distribución de la riqueza, aumentando los impuestos al capital y gravando no solo los rendimientos sino también el principal. Los bienes esenciales o servicios públicos deberían excluirse de ser securitizados, y primar objetivos como el acceso universal. La inversión pública tiene una dimensión distributiva y diversifica los mecanismos de protección colectiva frente a las disrupciones globales (Farmer, 2017). La riqueza pública puede impulsarse a través de fondos soberanos que inviertan en la transformación digital y ecológica.

4.4. Digitalización

La digitalización, junto con otros procesos de transformación tecnológica, ha sido un factor facilitador de la globalización y a la vez ha amplificado su contribución a la desigualdad (Tyson y Spence, 2018). La coordinación de actividades productivas remotas y la logística del transporte han sido claves para reducir el coste de las cadenas de producción organizadas globalmente, frente al modelo de producir cerca del mercado de consumo. Las grandes corporaciones globales capturan una parte cada vez mayor del mercado, y este poder de mercado les permite aumentar sus márgenes empresariales y reducir la remuneración de sus trabajadores (Autor *et al.*, 2020). La combinación de “superrendimientos” derivados del capital intangible, la facilidad de evadirlos y la reducción y mayor dispersión de los salarios aumenta la desigualdad tanto de los ingresos como de la riqueza.

La naturaleza económica de datos y algoritmos como *inputs* productivos y activos intangibles configuran una estructura de costes con fuertes economías de escala (alto coste fijo y coste marginal que tiende a cero) que favorece la emergencia de monopolios naturales y mercados que tienden a la concentración. La distribución comercial a través de redes digitales (como las plataformas, que también son mercados) genera dependencia del camino, rendimientos crecientes y ventajas comparativas dinámicas para las empresas pioneras. La recopilación de datos personales con pocas garantías de anonimidad, y su comercialización sin filtros, producen asimetrías informativas y conflictos de interés. Es decir, tanto en la interacción entre empresas y con usuarios como en el proceso de producción y distribución de servicios, en la economía digital emergen de manera inherente sendos fallos de mercado (Brun, 2022).

La digitalización también ha transformado el mercado laboral. El trabajo remoto aumenta las oportunidades de externalización y complica la sindicación de los trabajadores, esencial para garantizar un reparto equitativo de la productividad (Farber *et al.*, 2021). También permite transformar las relaciones laborales en relaciones mercantiles (los “falsos autónomos”). De esta manera, las empresas pueden ajustar su plantilla de forma instantánea, y trasladar el riesgo de fluctuación de la demanda del factor capital al factor trabajo⁴². Además, la tecnología digital sustituye trabajos administrativos y técnicos en el sector industrial, mientras que es complementaria en los servicios, relacionados con el contacto entre personas, y con aptitudes creativas no mecanizables. Así, reduce el empleo de remuneración media, aumentando la polarización salarial (Autor y Dorn, 2013).

Los fallos de mercado y la reducción del poder de negociación del trabajo derivados de la digitalización confieren a las empresas tecnológicas un poder de mercado que produce rentas económicas extraordinarias. Mientras que desde un punto de vista teórico sería óptimo que los “superrendimientos” estuvieran sujetos a un gravamen elevado, la digitalización también aumenta la capacidad de evadirlos

⁴² Esta es una característica de las empresas de marketing multinivel (MLMs) como Herbalife, una forma de organización piramidal que genera beneficios a costa de la entrada constante de comerciales falsos autónomos, que acaban constituyendo de facto la base de clientes.

(Brun y González, 2022). Por un lado, los servicios digitales se proveen de manera remota usando *inputs* intangibles —como datos— y también *outputs* intangibles —como la publicidad—, extraídos de, y distribuidos en, ubicaciones donde la empresa no tiene por qué tener una presencia física significativa, de manera que no existe nexo fiscal. Esto produce una discordancia entre la jurisdicción donde la compañía digital obtiene sus ingresos (donde están los usuarios) y la jurisdicción donde los beneficios están sujetos a imposición, que resulta en una presión fiscal particularmente baja.

Por otro lado, el capital intangible no está anclado a una localización geográfica específica, mientras que su utilización es simultánea y no rival por parte de toda la multinacional. Esto le permite a la empresa registrar las patentes de manera estratégica con criterios de optimización fiscal. Además, los intangibles son un capital diseñado para su uso específico en la empresa, son raramente comercializables y carecen de precio de mercado. Esto facilita el abuso de los precios de transferencia para atribuir beneficios en jurisdicciones de baja imposición. La falta de armonización de tipos y bases imponibles incentiva el arbitraje regulador y provoca una competición fiscal que merma las arcas públicas.

Para hacer frente a la erosión de la base imponible y el traslado de beneficios (BEPS, por sus siglas en inglés) de la digitalización, en octubre de 2021 la OCDE acordó una reforma de la fiscalidad corporativa internacional que expande el nexo fiscal a las jurisdicciones de mercado, e impone una tributación mínima del 15% a las grandes multinacionales. Este acuerdo ha sido decepcionante para muchas organizaciones, por el acotado ámbito de aplicación y por el tipo insuficiente⁴³. La evasión fiscal podría evitarse con una armonización y una tributación unitaria y consolidada de los beneficios de las multinacionales (ICRICT, 2020). Esto requiere un nivel de cooperación administrativa y de intercambio de información difíciles de alcanzar de forma multilateral. Sin instituciones globales que los hagan efectivos, estos acuerdos dependen irremediabilmente de la voluntad de los firmantes⁴⁴.

Hay otros problemas con la economía digital que la fiscalidad no puede resolver. La comercialización de datos personales supone un riesgo para los derechos laborales, de los consumidores y civiles. El trabajo en línea transforma la supervisión de los trabajadores en control extremo, a menudo invadiendo la privacidad. El uso de algoritmos para asignar precios, créditos o seguros resulta en discriminaciones sistemáticas. La reidentificación y la ausencia de límites a quien puede comprar los datos amplían las oportunidades para el abuso y el espionaje, con ramificaciones para la seguridad nacional. El uso de datos para el *microtargeting* publicitario se ha demostrado capaz de influir en los resultados electorales (Véliz, 2021). Por estos motivos, los datos y la tecnología para almacenarlos y procesarlos son activos delicados. Comercializarlos y externalizarlos a proveedores privados y extranjeros aumenta la exposición exterior y la vulnerabilidad democrática. Además, el poder de mercado de estas empresas y las externalidades asociadas a su actividad generan una disyuntiva compleja entre las políticas antimonopolio, la política industrial y la política exterior⁴⁵.

Al mismo tiempo, la transformación digital también puede contribuir al impulso de nuevos patrones de producción y de consumo que apoyen la transformación ecológica. El ahorro en transporte debería reducir la demanda de energía. Por otro lado, las plataformas digitales transforman el patrón de consumo de la compra individual al alquiler compartido, y promueven el uso colectivo de bienes duraderos

⁴³ Oxfam, 2019: <https://www.oxfam.org/en/press-releases/oecd-corporate-tax-proposals-very-disappointing-developing-countries>.

⁴⁴ Dos de los países que más se resistieron fueron Irlanda y Hungría, dos miembros de la UE con un impuesto de sociedades particularmente bajo.

⁴⁵ Por ejemplo, la UE ha vetado la participación de la empresa china Huawei en la licitación pública para el desarrollo de infraestructuras de tecnología 5G, pero carece de alternativas domésticas.

como los automóviles, aunque también la concentración de la riqueza. Eventualmente, encarar los retos de la digitalización requiere repensar la estructura de propiedad de estas tecnologías y los derechos sobre su acceso y sobre los rendimientos que generan. Una buena gobernanza digital debería combinar una fuerte regulación de las prácticas comerciales y laborales de las compañías digitales; acotar la recolección y el uso de datos; gravar los superrendimientos a nivel unitario y global, y garantizar una participación pública en estas tecnologías (Brun, 2022).

4.5. Política climática

La transformación ecológica requerirá una reconfiguración profunda de la producción y el consumo, además de ambiciosos programas de inversión pública. Lamentablemente, el enfoque predominante sobre el papel del Estado en ella es tímido e insuficiente en el mejor de los casos y, en el peor, ahonda en una tendencia financializadora que externaliza al sector privado el ritmo de descarbonización, en función de su rentabilidad (Kedward *et al.*, 2022). Según este enfoque, la política fiscal debería limitarse a corregir los precios relativos de las actividades contaminantes con impuestos pigouvianos que internalicen el coste de polución. Esta es la lógica de medidas como el ajuste del carbono en frontera (CBAT) o los esquemas de “topeo y comercio” (*cap-and-trade*) como el mercado de derechos de emisión (ETS) de la UE⁴⁶. En cuanto a la inversión pública, este enfoque aboga por subsidiar el riesgo de la inversión verde con garantías financieras para las pérdidas, con el objetivo de hacerla rentable y movilizar el capital privado (Kedward *et al.*, 2022).

El problema de este enfoque es que confía en los mecanismos de mercado en un área plagada de fallos de mercado, como las economías de escala dinámicas o los fallos de coordinación. Por ejemplo, las fuentes de energía renovable no hubieran alcanzado la eficiencia en costes y el tamaño de mercado actual con un impuesto a las energías contaminantes, sin un apoyo público decidido a la investigación científica y al desarrollo industrial. En cuanto a los fallos de coordinación, el ejemplo de los coches eléctricos es paradigmático. La proliferación de coches eléctricos se frena por la escasez de puntos de recarga, mientras que la inversión en puntos de recarga no es rentable si no proliferan los coches eléctricos (Mason, 2022). Los fallos de coordinación requieren de una institución que dirija, coordine y actúe en el mercado proactivamente para alcanzar un objetivo (misión) (Mazzucato, 2011). Además, para frenar actividades nocivas se necesitan medidas coercitivas (prohibiciones, límites cuantitativos o impuestos prohibitivos) que limiten, más que corrijan, el mercado (Kedward *et al.*, 2022).

En lo relativo a la política monetaria, el enfoque actual se centra en evaluar los riesgos del cambio climático para la estabilidad financiera, por ejemplo, en relación con aumentos súbitos de la morosidad o pérdidas de valor de ciertos activos relacionadas con desastres climáticos⁴⁷. Algunos bancos centrales vinculan el acceso a sus instrumentos de liquidez a la extensión de una proporción de crédito a proyectos verdes, o aumentan el factor de riesgo de los activos de sectores contaminantes en los cálculos de capitalización bancaria, desincentivando su inversión en cartera. De nuevo, esto se basa en un enfoque prudencial de “arreglar” el mercado (*market-fixing*) y no en un enfoque proactivo de “diseñar” el mercado (*market-shaping*) necesario para acelerar la transformación ecológica (Ryan-Collins, 2019).

Además, tiene varios riesgos. Primero, la taxonomía que clasifica los activos en verdes o contaminantes suele ser objeto de captura del regulador por parte del *lobby* contaminante y contribuir a un lavado de cara verde (*greenwashing*)⁴⁸. En segundo lugar, el principio de neutralidad de mercado, según el cual el banco

⁴⁶ El sistema ETS de la UE recibió críticas por subastar los derechos de emisión a un precio inicial muy inferior al coste social del carbono. Se calcula que su introducción ha causado una reducción de las emisiones de solo un 3,8% (Bayer y Aklin, 2020).

⁴⁷ Por ejemplo, la sequedad de los ríos que interrumpe vías de transporte fluvial o el derretimiento de carreteras.

⁴⁸ Por ejemplo, la taxonomía verde europea categoriza la energía nuclear como energía verde.

central no puede discriminar en el acceso a sus instrumentos de liquidez, implica subsidiar actividades contaminantes e imprime un “sesgo de carbono” en las operaciones de la política monetaria (Schnabel, 2021). Para evitar este sesgo, es necesario subordinar la política monetaria a las directrices y necesidades de la política industrial verde. Además, la regulación financiera debe abarcar la banca en la sombra, desproveer a los sectores contaminantes de fuentes de financiación alternativa, y limitar la securitización y mercantilización del medioambiente con la creación de “activos naturales” (Kedward *et al.*, 2022).

Una diferencia crucial entre un enfoque basado en corregir precios en el mercado y otro basado en la inversión pública, coordinando el mercado alrededor de misiones verdes, son sus implicaciones distributivas. En el primero, gravar las emisiones de carbono en una economía tan dependiente de la energía fósil encarece el coste de la vida, sobre todo en zonas rurales y dispersas que hacen un uso intensivo del transporte privado. Esto tiene consecuencias distributivas adversas, reduce el apoyo popular a la transición verde, y es especialmente injusto teniendo en cuenta que la contribución global a las emisiones aumenta con el nivel de riqueza (Gore, 2015). Por el contrario, una política verde pensada como política de desarrollo industrial superaría este enfoque incrementalista en favor de un enfoque que, reconociendo la situación de emergencia, despliegue el potencial del Estado para movilizar recursos y generar empleo (Mason, 2022).

Además, este segundo enfoque reduciría la desigualdad por otras vías. Por un lado, priorizar la sostenibilidad en la organización industrial contribuiría a superar el modelo financiero de gobernanza corporativa en favor de fórmulas cooperativas que recuperen la participación perdida de las rentas del trabajo en el PIB y repartan el empleo con reducciones de la jornada laboral. Por otro lado, articular la transformación verde alrededor de bancos públicos de desarrollo sería una manera de promover la riqueza pública, garantizando un reparto más equitativo de los rendimientos del capital. La provisión pública de financiación “paciente” (que no busca rendimientos en el corto plazo) en aquellos sectores donde los fallos de coordinación, las economías de escala y las externalidades son determinantes, tiene una alta adicionalidad y es necesaria para el desarrollo de bienes públicos (Mazzucato, 2011). Finalmente, una mayor intervención pública en mercados como la energía, los alimentos básicos, el transporte o la vivienda que modifique los patrones de producción y consumo para hacerlos más sostenibles, contribuye a reducir el poder de mercado y facilita que el acceso a estos bienes sea universal.

4.6. Unión Europea: una utopía y una distopía

Ante estas múltiples crisis que se solapan y retroalimentan, la UE se encuentra en una encrucijada delicada. Por su proximidad, la UE está siendo especialmente golpeada por la guerra en Ucrania y por las tensiones geopolíticas que enfrentan a las grandes potencias mundiales sin tener voz propia. Dada la elevada dependencia externa de las energías fósiles, los precios energéticos han aumentado significativamente y están afectando los costes del resto del tejido productivo y la factura de los hogares. Por si esto fuera poco, en el verano de 2022 se han sucedido las olas de calor y las sequías, que se añaden a la lista de *shocks* para los que el continente no está preparado.

Durante la década posterior a la crisis financiera, los avances en el desarrollo de instituciones continentales fueron mínimos y obligaron a acelerar un pacto contingente en medio de una crisis sanitaria mundial para evitar una repetición del ciclo de austeridad e inestabilidad financiera de 2010. Este pacto supuso un cambio de rumbo respecto a la década anterior y un paso en la buena dirección, pero es insuficiente para completar la unión monetaria y hacerla estable y garante de bienestar compartido para su ciudadanía. La única fuente de estabilidad han sido las políticas expansivas del BCE, pero, ante la divergencia económica de los países y la ausencia de estabilizadores fiscales continentales, sus instrumentos asimétricos empiezan a ser fuertemente cuestionados.

Cuando se consolidan las tendencias recesivas, la UE se percibe como una fuente de conflictos políticos y de inestabilidad que restringen la soberanía nacional, en vez de como un paraguas protector. Además, la falta de cohesión interna es una fuente de vulnerabilidad que juega en contra de la autonomía geopolítica en un contexto exterior muy delicado. Sin el desarrollo de nuevas instituciones continentales, la unión monetaria, y probablemente la UE, es insostenible a largo plazo. A continuación, se dibujan dos escenarios posibles: uno en el que los riesgos se consolidan y los acontecimientos nos sitúan en el peor de los casos, y otro en el que se aprovechan las oportunidades y se superan las adversidades consolidando un modelo de bienestar equitativo y sostenible.

4.6.1. Escenario negativo

Las políticas monetarias del BCE se vuelven políticamente insostenibles, se suben los tipos de interés y se suspende el apoyo de liquidez asimétrico a los países de la periferia europea. Se disparan los costes de la deuda pública, dando pie a un ciclo de inestabilidad financiera. El encarecimiento del crédito, la inestabilidad y el aumento de los precios energéticos provocan una recesión. El intento de dar una respuesta europea a la misma fracasa y la tensión política entre los socios comunitarios se resuelve en favor de los países “frugales”, que alegan que no pueden soportar más esfuerzo fiscal porque tienen que atender a sus propias adversidades, incluyendo racionamientos en la calefacción durante el invierno. Se bloquea el desarrollo de nuevos acuerdos y se reintroduce el PEC. Los países periféricos se ven forzados a aplicar medidas de austeridad que retroalimentan la dinámica recesiva. Se inicia un ciclo de privatización de los servicios públicos que suscita una ola de compras especulativas de los fondos de inversión, aumentando la concentración de la riqueza y la desigualdad de la renta y en el acceso a bienes y servicios básicos. Aumenta la pobreza. La crisis económica y las medidas de austeridad se trasladan en divergencia y resentimiento político, aumentando el descontento popular que es capitalizado por partidos de extrema derecha. La suerte relativa de Hungría y Polonia erige sus regímenes autocráticos en la forma de gobierno más efectiva para capear los múltiples *shocks*, alimentando las expectativas electorales de sus homólogos en otros países y articulando una coalición alrededor del fin de la integración europea. La inestabilidad se vuelve insostenible y la fragmentación desordenada del euro induce una recesión permanente en el continente y un desmantelamiento del Estado del bienestar. Las democracias europeas se degradan progresivamente hacia regímenes autocráticos con afinidades en conflicto en el nuevo orden geopolítico mundial.

4.6.2. Escenario positivo

La situación de crisis solapadas suscita un reconocimiento de la situación de emergencia y consolida la intervención pública en la economía. La reforma del PEC incorpora la idea de que el ajuste macroeconómico procíclico es contraproducente y blinda el uso de los estabilizadores automáticos. Las nuevas normas fiscales se vinculan a una armonización impositiva y al desarrollo de capacidad fiscal permanente a nivel comunitario. En cuanto al primero, se adopta un código tributario único para los impuestos al capital y a las transacciones financieras que aumenta la progresividad y reduce la competencia a la baja y la evasión fiscal, subiendo la recaudación y contribuyendo a la sostenibilidad de la deuda pública. Esta nueva fiscalidad también incorpora gravámenes a las actividades contaminantes que aceleran la descarbonización. En cuanto al segundo, se implementa un sistema de estabilizadores automáticos continentales en forma de transferencias directas a la ciudadanía que reducen el esfuerzo contracíclico de los presupuestos nacionales y promueven la cohesión. El nuevo sistema de seguridad social europeo incluye las pensiones, facilitando la movilidad intracomunitaria y compartiendo el riesgo de envejecimiento de la población. Los estabilizadores europeos y algunos programas nacionales se financian y subsidian con la emisión de deuda común a un tipo contracíclico, cortocircuitando los mecanismos de amplificación financiera. Se desarrollan mecanismos de compartición de riesgos financieros, como una garantía europea de depósitos,

se consolidan los balances de los intermediarios financieros para que absorban pérdidas transfronterizas y el MEDE se transforma en un fondo de absorción de activos morosos en caso de resolución bancaria sin cargo a los presupuestos nacionales. El apoyo de liquidez asimétrico del BCE se consolida como parte del conjunto de herramientas de política monetaria, junto con una política de promoción proactiva del crédito a proyectos de transformación ecológica, en coordinación con la política fiscal y la política industrial, que no supedita los objetivos de estas últimas a la estabilidad de precios. Se adopta un ambicioso programa de política industrial paneuropea con la misión de abordar el cambio climático y de desarrollar autonomía en campos estratégicos como la energía, la medicina, la economía de datos, la defensa o la exploración espacial. Este plan de transformación económica incentiva la generación de empleo y otorga al sector público el liderazgo para dirigir el mercado hacia misiones verdes y bienes públicos, que se lleva a cabo primando el uso de herramientas como la licitación pública y los bancos públicos de desarrollo, en detrimento de la securitización. La mayor intervención en la economía recupera el peso del sector público frente al mercado en sectores clave como la vivienda —universalizando su acceso— o las pensiones —garantizando la suficiencia de la provisión pública—. Se reduce la desigualdad de la riqueza. La reconstrucción y el nuevo impulso del Estado del bienestar recupera la reputación del modelo social europeo en el mundo e impulsa la UE como actor global independiente.

TABLA 1. Riesgos y oportunidades en el futuro incierto

	Riesgos (inestabilidad - desigualdad)	Oportunidades (estabilidad - redistribución)
Desglobalización	<ul style="list-style-type: none"> * Frecuencia de <i>shocks</i> externos (guerras, epidemias, climáticos) * Tensión en las cadenas de producción, escasez de suministros * Geopolítica de suma cero por el control de materias primas * <i>Chicken game</i> y dilema del prisionero por falta de cooperación * Ausencia de instituciones de cooperación para la gobernanza global 	<ul style="list-style-type: none"> * Plan de inversión para desarrollar autonomía en sectores estratégicos (energía, alimentos, tecnología) * Resiliencia de las cadenas de producción con la introducción de redundancias productivas * Sostenibilidad por la relocalización de los procesos productivos más cerca de las fuentes de consumo * Mayor control de los flujos de capital para la estabilidad financiera
Inflación	<ul style="list-style-type: none"> * El aumento de los tipos de interés induce una recesión (aumento del desempleo y de la desigualdad) * Riesgos financieros por la deuda derivada de la COVID-19 * Cambio en el régimen macroeconómico y subordinación de otros objetivos a la estabilidad de precios * Retraso de las inversiones para una transformación ecológica 	<ul style="list-style-type: none"> * Impulso a la expansión de la oferta a través de la política industrial * Controles selectivos en sectores cuyos precios reflejan dinámicas especulativas o rentistas * Cárteles de compradores * Impuestos sobre los beneficios extraordinarios * Desarrollo de alternativas públicas asequibles en relación con bienes esenciales y de primera necesidad
Financiarización	<ul style="list-style-type: none"> * Crisis financieras y cambiarias derivadas del aumento de los tipos de interés * Fugas de la acción regulatoria hacia el sector de la banca en la sombra * Privatización y securitización de las políticas de medioambiente, sociales y financiarización de la gobernanza corporativa * Concentración de la propiedad y de la riqueza 	<ul style="list-style-type: none"> * Control de la integración financiera a través del manejo de los flujos de capital, mayor margen para políticas contracíclicas * Aumento de la presión fiscal a las rentas del capital * Desfinanciarización del acceso a bienes básicos, como la vivienda, y servicios públicos * Impulso del capital público que reparta mejor los rendimientos del capital

	Riesgos (inestabilidad - desigualdad)	Oportunidades (estabilidad - redistribución)
Digitalización	<ul style="list-style-type: none"> * Comercialización de las relaciones laborales y aumento de la desigualdad * Aumento de poder de mercado y de la evasión fiscal * Riesgo para los derechos laborales de los consumidores y civiles * Dependencia exterior y vulnerabilidad geopolítica 	<ul style="list-style-type: none"> * Apoyo a la transformación ecológica con una reducción del transporte y un aumento de la eficiencia productiva * Nuevos patrones de consumo que mancomunan el uso de bienes duraderos * Nuevas formas de riqueza pública
Política climática	<ul style="list-style-type: none"> * Destrucción de capital y riesgos para la estabilidad financiera * Captura del regulador y <i>greenwashing</i> * Financiarización de la transición ecológica que externaliza el ritmo de descarbonización a lo que el mercado considera rentable * Nuevos conflictos distributivos y encarecimiento del coste de la vida 	<ul style="list-style-type: none"> * Política industrial verde como plan de desarrollo y generadora de empleo * Coordinación de la política monetaria, la política fiscal y la política industrial alrededor de misiones verdes * Cambio en los patrones de producción, distribución y consumo hacia una mayor equidad
Unión Europea	<ul style="list-style-type: none"> * Insostenibilidad política del apoyo de liquidez del BCE * Reintroducción del PEC y retorno de las políticas de austeridad * Privatización y desmantelamiento del Estado del bienestar * Divergencia económica y aumento de la tensión frugales vs. periferia, capitalizada por partidos de extrema derecha * Fragmentación desordenada del euro 	<ul style="list-style-type: none"> * Reforma sustancial del PEC que blinde el uso contracíclico del presupuesto de los Estados * Desarrollo de capacidad fiscal permanente con deuda común y estabilizadores automáticos europeos * Armonización fiscal y aumento de la presión sobre las rentas del capital * Mecanismos de mancomunación de riesgos financieros * Política monetaria asimétrica * Política industrial verde europea

Fuente: Elaboración propia.

5. Conclusión

El proceso de integración económica iniciado en los años setenta ha aumentado la interdependencia entre países, la inestabilidad y la desigualdad. La apertura y la liberalización financieras redujeron el peso del sector público frente a los mercados y el margen de maniobra de los Estados, sin que esta pérdida de capacidad se compensara con instituciones globales. Desde la crisis de 2008, la integración económica se ha estancado y muestra signos de revertir, acelerada por la COVID-19 y los conflictos bélicos. En esta etapa de desglobalización existen riesgos de repliegue hacia una lógica de competencia geopolítica de suma cero, pero también oportunidades para aumentar la intervención pública en la economía y apoyar las transformaciones necesarias para hacer frente a los retos del futuro.

Más allá de la cooperación, es preciso el desarrollo de instituciones que sitúen la gobernanza al alcance del mercado, para hacer efectivos sus mandatos. La regulación de la economía integrada es determinante para amortiguar sus vaivenes, mancomunar riesgos y costes, y posibilitar las políticas redistributivas. La estabilidad es condición necesaria para la igualdad. La redistribución es necesaria para la sostenibilidad. Sin instituciones de gobernanza global que custodien el interés común superior, emergen problemas de acción colectiva con equilibrios ineficientes, que configuran una distribución injusta de la riqueza e impiden plantear transformaciones democráticas que atiendan al desarrollo y cuidado de los bienes públicos globales, como el sistema ecológico que sostiene la vida humana en el planeta.

Referencias bibliográficas

- AREZKI, M. R.; CANDELON, B. y SY, M. A. N. (2011): “Sovereign rating news and financial markets spillovers: Evidence from the European debt crisis”, Washington D.C., International Monetary Fund.
- AUTOR, D.; DORN, D.; KATZ, L. F.; PATTERSON, C. y VAN REENEN, J. (2020): “The fall of the labor share and the rise of superstar firms”, *The Quarterly Journal of Economics*, 135(2), pp. 645-709.
- BALDWIN, R. (2018): *The Great Convergence*, Harvard University Press.
- BALDWIN, R. y WYPLOSZ, C. (2006): *The Economics of European Integration*, McGraw Hill.
- BAYER, P. y AKLIN, M. (2020): “The European Union emissions trading system reduced CO2 emissions despite low prices”, *Proceedings of the National Academy of Sciences*, 117(16), pp. 8804-8812.
- BIVENS, J. y MISHEL, L. (2015): “Understanding the historic divergence between productivity and a typical worker’s pay: Why it matters and why it’s real”, *Economic Policy Institute*. Disponible en: <https://www.epi.org/files/2015/understanding-productivity-pay-divergence-final.pdf>.
- BLECKER, R. A. y RAZMI, A. (2008): “The fallacy of composition and contractionary devaluations: output effects of real exchange rate shocks in semi-industrialised countries”, *Cambridge Journal of Economics*, 32(1), pp. 83-109.
- BRUN, L. (2020): “Respuestas fiscales asimétricas frente al COVID-19 en Europa”, *Revista de Economía, ICE: La Unión Europea tras la pandemia*, 916, pp. 37-75.
- BRUN, L. (2022): “La economía digital: cambios en la producción, la distribución y el consumo y retos para la legislación”, *Información Comercial Española, ICE: Revista de economía*, (925), pp. 139-152.
- BRUN, L. y GONZÁLEZ, I. (2017): “Tobin’s Q and Inequality”, *SSRN 3069980*.
- BRUN, L. y GONZÁLES, I. (2022): “Crecimiento económico y desigualdad: viejas y nuevas teorías, e implicaciones políticas”, *Ekonomiaz: Revista vasca de economía*, (101), pp. 131-158.
- CALVO, G. A. (1998): “Capital flows and capital-market crises: the simple economics of sudden stops”, *Journal of applied Economics*, 1(1), pp. 35-54.
- CAMPOS, N. F.; CORICELLI, F. y MORETTI, L. (2019): “Institutional integration and economic growth in Europe”, *Journal of Monetary Economics*, 103, pp. 88-104.
- CHINN, M. D. y ITO, C. (2006): “What Matters for Financial Development? Capital Controls, Institutions, and Interactions”, *Journal of Development Economics*, vol. 81, issue 1, pp. 163-192 (octubre).
- CINCO DÍAS (2022): “Diez años del día que cambió la economía española”. Disponible en: https://cincodias.el-pais.com/cincodias/2022/06/08/economia/1654691567_057278.html.
- COMISIÓN EUROPEA (2019): “25 años de Mercado Único”, Bruselas.
- DAVID, H. y DORN, D. (2013): “The growth of low-skill service jobs and the polarization of the US labor market”, *American Economic Review*, 103(5), pp. 1553-1597.
- DÍAZ, A. (2020): “El Fondo de Recuperación: un avance institucional para preservar la integración económica”, *Información Comercial Española (ICE), Revista de Economía*, 916, pp. 77-93.
- EICHENGREEN, B. (2021): *La globalización del capital: historia del sistema monetario internacional*, Antoni Bosch Editor.
- EICHENGREEN, B.; HAUSMANN, R. y PANIZZA, U. (2005): “The pain of original sin”, *Other people’s money: Debt denomination and financial instability in emerging market economies*, pp. 13-47.
- ERTEN, B.; KORINEK, A. y OCAMPO, J. A. (2021): “Capital controls: Theory and evidence”, *Journal of Economic Literature*, 59(1), pp. 45-89.
- FARBER, H. S.; HERBST, D.; KUZIEMKO, I. y NAIDU, S. (2021): “Unions and inequality over the twentieth century: New evidence from survey data”, *The Quarterly Journal of Economics*, 136(3), pp. 1325-1385.
- FARHI, E. y WERNING, I. (2014): “Dilemma not trilemma? Capital controls and exchange rates with volatile capital flows”, *IMF Economic Review*, 62(4), pp. 569-605.
- FARMER, R. E. (2017): *Prosperity for All: How to Prevent Financial Crises*, Oxford University Press.
- FRIEDMAN, T. (2000): “The Golden Straitjacket”, en *The Lexus and the Olive Tree*, Nueva York, Anchor Books. pp. 101-111.

- FURCERI, D.; LOUNGANI, P. y OSTRY, J. D. (2019): “The aggregate and distributional effects of financial globalization: Evidence from macro and sectoral data”, *Journal of Money, Credit and Banking*, 51, pp. 163-198.
- GABOR, D. (2019): “Securitization for Sustainability. Does it help achieve the Sustainable Development Goals?”, Heinrich Böll Stiftung, Washington, D.C. Disponible en: https://us.boell.org/sites/default/files/gabor_finalized.pdf.
- GALLAGHER, K. P. y OCAMPO, J. A. (2013): “IMF’s new view on capital controls”, *Economic and Political Weekly*, pp. 10-13.
- GHOSH, A. R.; KIM, J. I. y QURESHI, M. S. (2020): “What’s in a name? That which we call capital controls”, *Economic Policy*, 35(101), pp. 147-208.
- GORE, T. (2015): “Extreme Carbon Inequality: Why the Paris climate deal must put the poorest, lowest emitting and most vulnerable people first”, Oxfam briefing.
- DE GRAUWE, P. (2012): “The governance of a fragile Eurozone”, *Australian Economic Review*, 45(3), pp. 255-268.
- HEIMBERGER, P. y KAPPELLER, J. (2017): “The performativity of potential output: Pro-cyclicality and path dependency in coordinating European fiscal policies”, *Review of International Political Economy*, 24(5), pp. 904-928.
- ICRICT (2020): “Reforma fiscal corporativa internacional: hacia una solución completa y justa”, *El Trimestre Económico*, 87(345), pp. 315-325.
- IEA (2021): “The role of critical minerals in clean energy transitions”, *World energy outlook special report*. Disponible en: <https://www.iea.org/reports/the-role-of-critical-minerals-in-clean-energy-transitions>.
- IMF (2012): “The liberalization and management of capital flows: an institutional view”, *IMF Policy Paper*.
- JAGER, J. y HAFNER, K. A. (2013): “The optimum currency area theory and the EMU”, *Intereconomics*, 48(5), pp. 315-322.
- KARABARBOUNIS, L. y NEIMAN, B. (2014): “The global decline of the labor share”, *The Quarterly Journal of Economics*, 129(1), pp. 61-103.
- KEDWARD, K.; GABOR, D. y RYAN-COLLINS, J. (2022): “Aligning finance with the green transition: from a risk-based to an allocative green credit policy regime”, *UCL Institute for Innovation and Public Purpose*. Working Paper 2022/11.
- KORINEK, A. (2017): “Currency wars or efficient spillovers? A general theory of international policy cooperation”, *National Bureau of Economic Research*, n.º. w23004.
- KRUGMAN, P. (1999): “Balance sheets, the transfer problem, and financial crises”, en *International Finance and Financial Crises*, Springer, Dordrecht, pp. 31-55.
- LAKNER, C. y MILANOVIC, B. (2013): “Global income distribution: From the fall of the Berlin Wall to the Great Recession”, *World Bank Policy Research Working Paper* (6719).
- LANE, P. R. y MILESI-FERRETTI, G. M. (2018): “The external wealth of nations revisited: international financial integration in the aftermath of the global financial crisis”, *IMF Economic Review*, 66(1), pp. 189-222.
- LANGEROCK, J. (2019): “Off the Hook: How the EU is about to whitewash the world’s worst tax havens”, Oxfam briefing.
- LAZONICK, W. y O’SULLIVAN, M. (2000): “Maximizing Shareholder Value: A New Ideology for Corporate Governance”, *Economy and Society* 29(1), pp. 13-35.
- MANYIKA, J.; MADGAVKAR, A.; TACKE, T.; WOETZEL, J.; SMIT, S. y ABDULAAL, A. (2020): “The Social Contract in the 21st Century”, McKinsey Global Institute Report.
- MASON, J. W. (2022): “Climate Policy from a Keynesian point of view”, en *Making the Great Turnaround work, Economic Policy for a green and just transition*, Heinrich Böll Stiftung.
- MAZZUCATO, M. (2011): “The entrepreneurial state”, *Soundings*, 2011, vol. 49, n.º 49, pp. 131-142.
- MCWILLIAMS, B.; SGARAVATTI, G.; TAGLIAPIETRA, S. y ZACHMANN, G. (2022): “Preparing for the first winter without Russian gas”, *Bruegel Blog* (28 de febrero). Disponible en: <https://www.bruegel.org/blog-post/preparing-first-winter-without-russian-gas>.

- MONTECINO, J. (2022): “A macro-development perspective on Euro Area imbalances”, *Policy Report*, Foundation for European Progressive Studies, Bruselas.
- MUNDELL, R. A. (1960): “The monetary dynamics of international adjustment under fixed and flexible exchange rates”, *The Quarterly Journal of Economics*, 74(2), pp. 227-257.
- (1961): A theory of optimum currency areas. *The American economic review*, 51(4), pp. 657-665.
- OBSTFELD, M. y ROGOFF, K. (1996): *Foundations of international macroeconomics*, MIT press.
- OCAMPO, J. A. (2008): “A broad view of macroeconomic stability”, *The Washington consensus reconsidered*, pp. 63-94.
- (2016): *A brief history of the international monetary system since Bretton Woods* (nº 2016/97), WIDER Working Paper.
- (2017): *Resetting the international monetary (non) system*, Oxford University Press.
- ONARAN, O. y GALANIS, G. (2012): “Is aggregate demand wage-led or profit-led? National and global effects”, *Conditions of Work and Employment*. Series 40, Ginebra, International Labour Office.
- OSTRY, J. D.; GHOSH, A. R.; CHAMON, M. y QURESHI, M. S. (2011): “Capital controls: when and why?”, *IMF Economic Review*, 59(3), pp. 562-580.
- PERKINS, T. (2022): “Revealed: top US corporations raising prices on Americans even as profits surge”, *The Guardian* (27 de abril). Disponible en: <https://www.theguardian.com/business/2022/apr/27/inflation-corporate-america-increased-prices-profits>.
- PERSSON, K. (2011): “Endogeneity and Specialization Theories of Optimal Currency Areas: A Comparative European Study”, PhD Thesis.
- PIKETTY, T. (2014): *Capital in the twenty-first century*, Harvard University Press.
- REINHART, C. M. y ROGOFF, K. S. (2009): *This Time Is Different*, Princeton University Press.
- REY, H. (2015): “Dilemma not trilemma: the global financial cycle and monetary policy independence”, *National Bureau of Economic Research*, nº w21162.
- ROBERTS, A. y LAMP, N. (2021): *Six Faces of Globalization: Who Wins, Who Loses, and Why It Matters*, Harvard University Press.
- RODRIK, D. (2011): *The globalization paradox: Democracy and the future of the world economy*, WW Norton & Company.
- (2017): *Straight Talk on Trade*, Princeton University Press.
- RUBIO, E. (2018): “Making Better Use of Public Funding: The Role of National Promotional Banks and Institutions in the Next EU Budget”, *Notre Europe-Institut Jacques Delors*.
- RYAN-COLLINS, J. (2019): “Beyond voluntary disclosure: why a ‘market-shaping’ approach to financial regulation is needed to meet the challenge of climate change”, *SUERF: The European Money and Finance Forum*. Disponible en: https://www.suerf.org/docx/f_a821a161aa4214f5ff5b8ca372960ebb_4805_suerf.pdf.
- SÁNCHEZ-BARRIOS, R. (2020): “¿Qué fue de la unión bancaria europea?”, *Información Comercial Española, ICE: Revista de Economía* (916), pp. 111-127.
- SCHMITZ, B. y VON HAGEN, J. (2011): “Current account imbalances and financial integration in the euro area”, *Journal of International Money and Finance*, 30(8), pp. 1676-1695.
- SCHNABEL, I. (2020): “Monetary policy in changing conditions”, Discurso en la EBI Policy Conference on “Europe and the Covid-19 Crisis – Looking back and looking forward”. Disponible en: https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2020/html/ecb.sp201104_2-9afd2bfoad.en.html.
- (2022): “A new age of energy inflation: climateflation, fossilflation and greenflation. European Central Bank”. Disponible en: https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2022/html/ecb.sp220317_2~dbb3582foa.en.html.
- SINN, H. W. (2007): *Can Germany be saved?: the malaise of the world's first welfare state*, MIT Press.
- SKIDELSKY, R. (2018): *Money and Government*, Yale University Press.
- STLIGLITZ, J. E. (2002): *Globalization and its discontents*, Nueva York, WW Norton.
- TØRSLØV, T. R.; WIER, L. S. y ZUCMAN, G. (2018): “The missing profits of nations”, *National Bureau of Economic Research*, nº w24701.

- TYSON, L. y SPENCE, M. (2018): “8. Exploring the Effects of Technology on Income and Wealth Inequality”, en *After Piketty*, Harvard University Press, pp. 170-208.
- VÉLIZ, C. (2021): *Privacy is power*, Brooklyn, Melville House.
- YEPEZ, J. (2021): “Unintended Consequences of US Monetary Policy Shocks: Dutch Disease and Capital Flow Measures in Emerging Markets and Developing Economies”, *International Monetary Fund*.

Apéndice

TABLA 1. Rescates financieros a países durante la crisis de la zona euro

	Timing programa	EFSF/ESM	Comisión Europea	FMI	Otros	Total
Irlanda	2010-2013	17.700	22.500	22.500	4.800	67.500 M€
Portugal	2011-2014	26.000	24.300	26.000		76.300 M€
España	2012-2013	41.300				41.300 M€
Chipre	2013-2016	6.300		1.000		7.300 M€
Grecia	2010-2011 2012-2015 2015-2018	141.800 61.900		32.100	52.900	288.700 M€

Fuente: Elaboración propia a partir de MEDE <https://www.esm.europa.eu/>.

Acrónimos

BCE Banco Central Europeo

BEPS Base Erosion and Profit Shifting [Erosión de la Base y Traslado de Beneficios]

BICDIS Base Imponible Común Consolidada en el Impuesto de Sociedades

EDIS European Deposit Insurance Scheme [Esquema de Garantía de Depósitos Europea]

FMI Fondo Monetario Internacional

MEDE Mecanismos Europeos de Estabilidad

OCDE Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos

PEC Pacto de Estabilidad y Crecimiento

PEPP Pandemic Emergency Purchasing Programme [Programa de Compras de Emergencia en Pandemia]

PSPP Public Security Purchasing Programme [Programa de Compra de Activos Públicos]

SURE Support to mitigate Unemployment Risk in an Emergency [Apoyo para mitigar los Riesgos de Desempleo en una Emergencia]



Fundación Carolina
Plaza del Marqués de Salamanca nº 8, 4ª planta
28006 Madrid - España
www.fundacioncarolina.es
@Red_Carolina



Fundación Oxfam Intermón
Gran Vía de les Corts Catalanes, 641
08010 Barcelona
www.oxfamintermon.org
@OxfamIntermon

Fundación Carolina / Oxfam Intermón, septiembre 2022
ISSN-e: 1885-9119
DOI: <https://doi.org/10.33960/issn-e.1885-9119.DTF005>

Cómo citar:

Brun, L. (2022): “Transformación económica: Perspectivas desde la Unión Europea”,
Documentos de trabajo nº especial FC/Oxfam Intermón (5), Madrid,
Fundación Carolina/Oxfam Intermón.

La Fundación Carolina no comparte necesariamente las opiniones manifestadas en los textos firmados por los autores y autoras que publica.

Esta obra está bajo una licencia de Creative Commons
Reconocimiento-NoComercial-SinObraDerivada 4.0 Internacional
(CC BY-NC-ND 4.0)

