

El futuro de la Unión Económica y Monetaria Europea: ¿qué ha fallado y qué reformas se requieren?

Manuel de la Rocha Vázquez

Documento de Trabajo 54/2010



Manuel de la Rocha Vázquez

Nació en Madrid en 1972. En 1995 se licenció en Ciencias Económicas y Empresariales por la Universidad Autónoma de Madrid y en 2000 obtuvo el Máster en Política Económica por la Universidad de Columbia en Nueva York. Ha trabajado en varias organizaciones internacionales, incluyendo la Comisión Europea, el Banco de Desarrollo Africano y el Banco Mundial. De 2000 hasta el 2007 trabajó como consultor económico en el departamento de Reducción de la Pobreza y Política Económica del Banco Mundial, los tres últimos años desde su oficina en Nairobi, Kenia. Tiene una amplia labor de investigación y ha publicado numerosos artículos e informes sobre políticas de desarrollo y economía internacional. Entre 2007 y 2010 fue asesor del Director de Políticas de Desarrollo del Ministerio de Asuntos Exteriores de España. Actualmente, es asesor de la Agencia Española de Cooperación Internacional para el Desarrollo (AECID) y también es coordinador del Panel de Economía Internacional de la Fundación Alternativas.


Ninguna parte ni la totalidad de este documento puede ser reproducida, grabada o transmitida en forma alguna ni por cualquier procedimiento, ya sea electrónico, mecánico, reprográfico, magnético o cualquier otro, sin autorización previa y por escrito de la Fundación Alternativas.

© Fundación Alternativas

© Manuel de la Rocha Vázquez

ISBN: 978-84-92957-34-7

Depósito Legal: M-42142-2010

Impreso en papel ecológico 



Índice

Abstract	5
1. Antecedentes: la arquitectura institucional del euro	7
2. La generación de los desequilibrios de competitividad y balanza de pagos en la UE	9
3. La crisis de deuda soberana de Grecia	14
4. La respuesta de la UE ante la crisis	18
5. Puesta en marcha de las conclusiones del Consejo	20
5.1 El nuevo marco de supervisión financiera de la UE	29
6. Lecciones de la crisis: otras reformas necesarias en la unión económica y monetaria	32
6.1 Reformas de los instrumentos y funcionamientos del BCE	33
6.2 El debate sobre un mayor federalismo fiscal	36
6.3 Establecimiento de una facilidad europea permanente de emisión de eurobonos	38
6.4 Creación de un mecanismo europeo de reestructuración de deuda soberana	39
7. Conclusiones	40
8. Bibliografía	42
Índice de Gráficos y Tablas	44

Siglas y abreviaturas

BCE	Banco Central Europeo
BEI	Banco Europeo de Inversiones
CERS	Consejo Europeo de Riesgo Sistémico
FEEF	Facilidad Europea de Estabilidad Financiera
FMI	Fondo Monetario Internacional
OCDE	Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos
PEC	Pacto de Estabilidad y Crecimiento
PIB	Producto interior bruto
UE	Unión Europea
UEM	Unión Económica y Monetaria Europea

Abstract

En el último año la Eurozona ha experimentado unas turbulencias financieras sin precedentes desde el lanzamiento de la tercera fase de la Unión Económica y Monetaria Europea (UEM) en 1999. La crisis de la deuda griega, desatada en el otoño de 2009, desencadenó masivos ataques especulativos de los mercados contra este país, que se extendieron rápidamente a otros Estados miembros y pusieron en serio riesgo la estabilidad económica y financiera de toda la zona euro. Las tensiones a las que se ha visto sometido el euro han revelado debilidades en el diseño original y funcionamiento de las instituciones de la UEM. Con el tiempo, estos fallos en el gobierno de la Eurozona fueron generando una situación de gran vulnerabilidad para la moneda única que, a la postre, impidieron una respuesta rápida y efectiva de los países miembros, agravando así las consecuencias de la crisis. De esta forma, lo que en un principio era una crisis de deuda de un país, terminó por transmitirse a todo el sistema.

Durante el mes de mayo de 2010, bajo la presión permanente de los especuladores financieros y con Grecia al borde de la bancarrota, la UE tuvo que adoptar medidas extraordinarias para calmar a los mercados y recuperar el control de la situación. Finalmente, en junio de 2010, el Consejo Europeo acordó importantes decisiones que establecen las bases para una reforma de las reglas y funcionamiento de la UEM, que permitirán avanzar hacia una mayor coordinación de políticas y hacia un reforzamiento del gobierno económico del euro. El debate de ideas y propuestas de los próximos meses, en que se tendrán que concretar y poner en marcha las reformas, se presenta, pues, decisivo para el futuro del Unión Económica y Monetaria.

Este trabajo realiza un breve repaso al diseño institucional y funcionamiento de la Unión Monetaria desde sus orígenes; explica la evolución económica de los países de la Eurozona, y la generación de los desequilibrios estructurales que están en el origen de los problemas; analiza las causas que facilitaron la crisis de la deuda griega que estalló en el otoño de 2009 y la respuesta de los gobiernos europeos. Finalmente, la última parte analiza y ofrece recomendaciones sobre algunas de las reformas claves que serán necesarias para asegurar la estabilidad futura de la UEM.

During the last year the Euro zone has undergone financial turbulences unseen since the launch of the third phase of the Economic and Monetary Union (EMU) in 1999. The Greek sovereign debt crisis, unleashed in the autumn of 2009, triggered massive financial speculative attacks against this country, which extended rapidly to other Euro countries, jeopardizing the economic and financial stability of the whole Euro zone. The Greek crisis has laid bare weakness and loopholes in the original design and functioning of the institutions governing the Euro. Overtime, the build up of those failures paved the way for the Euro problems, and prevented a rapid and effective response from EMU member states, thus worsening the effects of the crisis. Hence, what started like a typical sovereign debt problem ended up in a systemic crisis of the whole Euro area.

During the month of May 2010, under strong pressure from financial speculators and with Greece closed to bankruptcy, the EU adopted extraordinary measures to address market fears and restore control of the situation. Finally, in June 2010, the European Council agreed on key guidelines which lay out the basis for a profound reform of the EMU, thus paving the way for further coordination of economic policies and a general reinforcing of its economic governance. In this context, the forthcoming debate to concretise and implement those reforms appears to be decisive for the future of the Euro.

This document attempts to briefly review the Monetary Union's institutional and operational design from its origins; it explains the economic performance of the EMU countries which has generated structural imbalances that lie at the heart of the Euro zone current problems; it analyses the causes that facilitated the Greek crisis and the response of the EU leaders. Finally, the last section presents and analyses some of the key reforms that will be necessary to ensure the future stability of the Euro.

1. Antecedentes: la arquitectura institucional del euro

Desde su concepción, la unificación monetaria europea estuvo sujeta a considerables debates políticos y académicos en torno a los fundamentos económicos de una zona monetaria óptima (recuérdese el Informe Werner de 1970 y posteriormente los trabajos teóricos del premio Nobel Robert Mundell) y, en general, sobre el diseño institucional y de gobernabilidad adecuado para la UEM.

La arquitectura institucional que se estableció finalmente implicaba que el Banco Central Europeo (BCE) sería el encargado de la política monetaria y tendría un mandato claro de mantener la estabilidad de precios. Al mismo tiempo, desde el principio se decidió que la política fiscal era prerrogativa nacional y quedaría en manos de los Estados miembros.

Numerosos expertos avisaron de los riesgos de una unión monetaria sin unión fiscal, señalando varios problemas fundamentales: que los gobiernos se vieran tentados a acumular volúmenes insostenibles de deuda pública forzando al BCE a cancelarla a base de inflación, o simplemente que los altos endeudamientos acabaran teniendo efectos de contagio negativos hacia otros países, obligando a paquetes de rescate para salvaguardar el conjunto de la Eurozona. A esto se añadía el problema de la pérdida de la política cambiaria. En una unión monetaria, los países pierden la capacidad de devaluar sus monedas como estrategia de ganar competitividad y estimular la economía vía exportaciones; es lo que se conoce como las políticas de empobrecimiento del vecino *beggar-thy-policies*. Así, sin una política presupuestaria común que permitiera reequilibrar las diferencias en el ciclo económico de los países, aquéllos que entraran en recesión tendrían limitados instrumentos para salir de ésta por sí mismos.

A pesar de estos riesgos, la política fiscal se dejó en manos de los gobiernos nacionales, pero sujeta a tres limitaciones clave: a) la primera limitación fueron las condiciones del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC), impuesto por Alemania, que obligan a mantener los déficits públicos por debajo del 3% del PIB en tiempos normales y los niveles de endeudamiento público por debajo del 60%; b) la segunda defensa fue otorgar total independencia al BCE de los gobiernos nacionales, que en principio le blindaba frente a posibles presiones externas tendentes a eliminar la deuda vía inflación. Al BCE se le prohibió también expresamente financiar directamente los déficits de ningún Estado; y c) finalmente, la cláusula de no asistencia entre países –*no bail-out*– se convirtió en la tercera salvaguarda que se autoimpuso la zona euro.

Además, en el diseño de la UEM se consideró que una política monetaria única para toda la zona euro funcionaría mejor si los mercados de trabajo, productos y servicios se flexibilizaban y abrían a la competencia interior. No obstante, la puesta en marcha de las necesarias reformas estructurales para lograr esa mayor flexibilidad y competencia, plasmadas en 2000 en la llamada Estrategia de Lisboa, se dejó a los gobiernos nacionales, que debían coordinar sus progresos de una manera bastante laxa y, a la postre, poco efectiva. Las políticas de competitividad y los problemas de balanza por cuenta corriente, así como la supervisión bancaria y financiera, recibieron escasa atención en el diseño del euro y sólo recientemente se han logrado avances significativos en estas últimas.

Del lado de la política fiscal, la Comisión Europea se concentró fundamentalmente en dar vigilancia al criterio de déficit público establecido en el PEC, aunque con poca capacidad para forzar su cumplimiento o sancionar a los países.

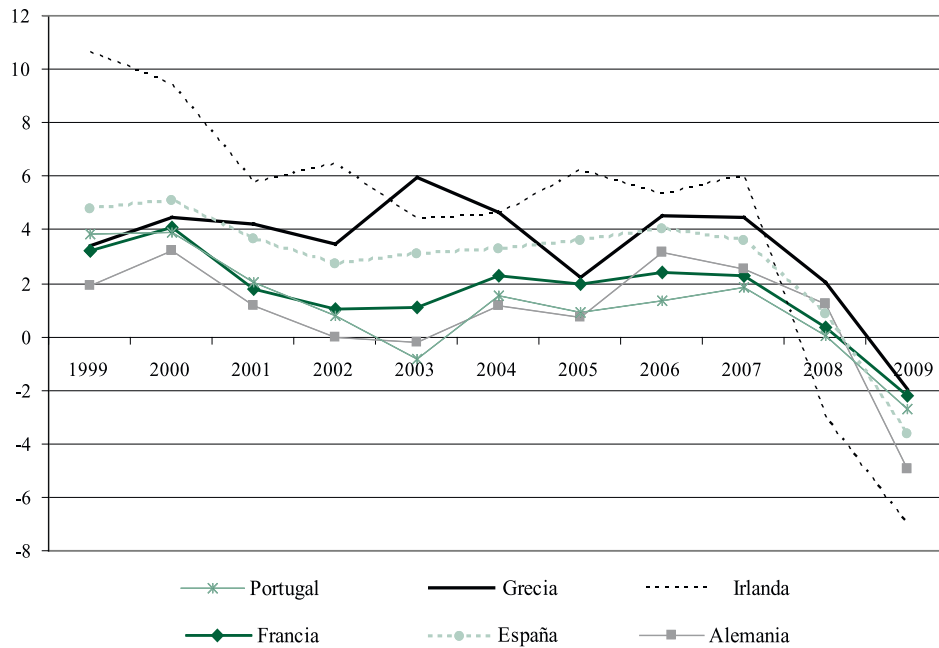
2. La generación de los desequilibrios de competitividad y balanza de pagos en la UE

Durante sus primeros años la política monetaria del BCE fue generalmente considerada un relativo éxito, pues entre 2000 y 2007, el conjunto de la zona euro experimentó unas tasas de inflación y crecimiento medio del 2% anual. Sin embargo, un análisis más detallado pone de manifiesto que se produjeron importantes disparidades entre unos países y otros.

Así, mientras los llamados países centrales del euro (Alemania, Francia, Austria, Holanda, Bélgica y Luxemburgo) experimentaron bajas tasas de crecimiento e inflación, las economías periféricas (España, Grecia e Irlanda) vivieron años de bonanza con altos niveles de crecimiento, acompañadas de mayores subidas de precios. Portugal fue la única de entre estas últimas que, aunque experimentó alta inflación, mantuvo tasas de crecimiento por debajo de la media de la Eurozona (Gráficos 1 y 2).

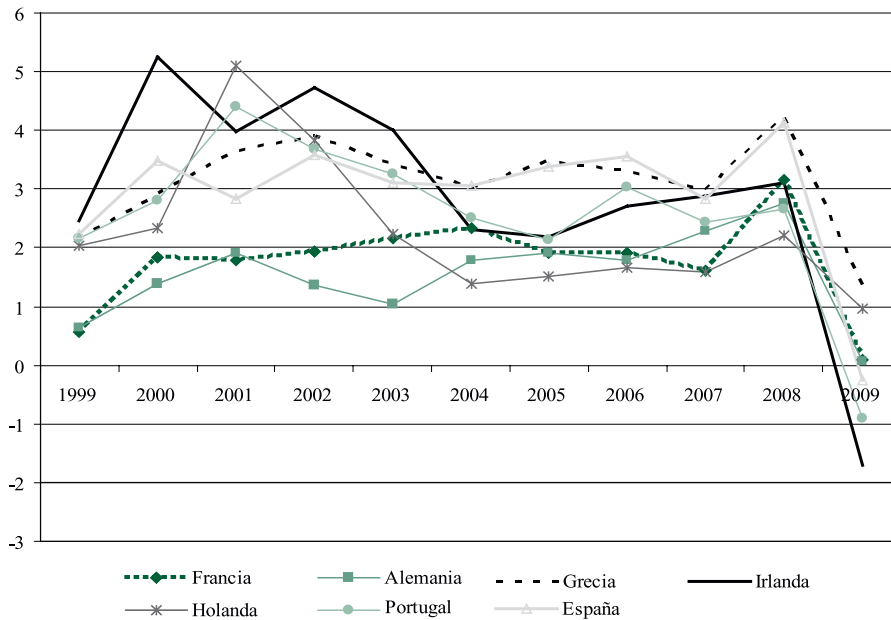
Por su parte, del lado de la política fiscal, las reglas del PEC no fueron seguidas de una manera estricta. Entre 2000 y 2007, hubo al menos siete países que incumplieron el límite del 3% de déficit; entre otros, Grecia lo sobrepasó en ocho ocasiones, Alemania en cinco, Italia y Portugal en cuatro y Francia en tres. En definitiva, la indisciplina en materia fiscal y de deuda pública estuvo bastante extendida en el seno de la Eurozona entre 2000 y 2007 una época de bonanza económica. Los informes de la Comisión Europea que alertaban de los incumplimientos fueron generalmente ignorados por los gobiernos. Es más, en 2004, las maniobras de Francia y Alemania forzaron una flexibilización de los procedimientos de sanción por déficits excesivos. Esto último provocó una seria pérdida de credibilidad para el propio PEC, que acarrearía consecuencias graves posteriores.

Gráfico 1. Eurozona. Tasas de crecimiento anual (% del PIB)



Fuente: Eurostat

Gráfico 2. Eurozona. Inflación media anual



Fuente: Eurostat

La evolución mostrada de las tendencias económicas tuvo el aspecto positivo de mejorar la convergencia económica en el interior de la Eurozona. Gracias a sus altas tasas de crecimiento entre 1999 y 2007, Grecia, Irlanda y España se acercaron a los niveles de renta per cápita media de la UE. Desafortunadamente, como se vio después, las altas tasas de crecimiento se basaban en un modelo económico insostenible, y que se vino abajo en 2008 con la erupción de la crisis internacional.

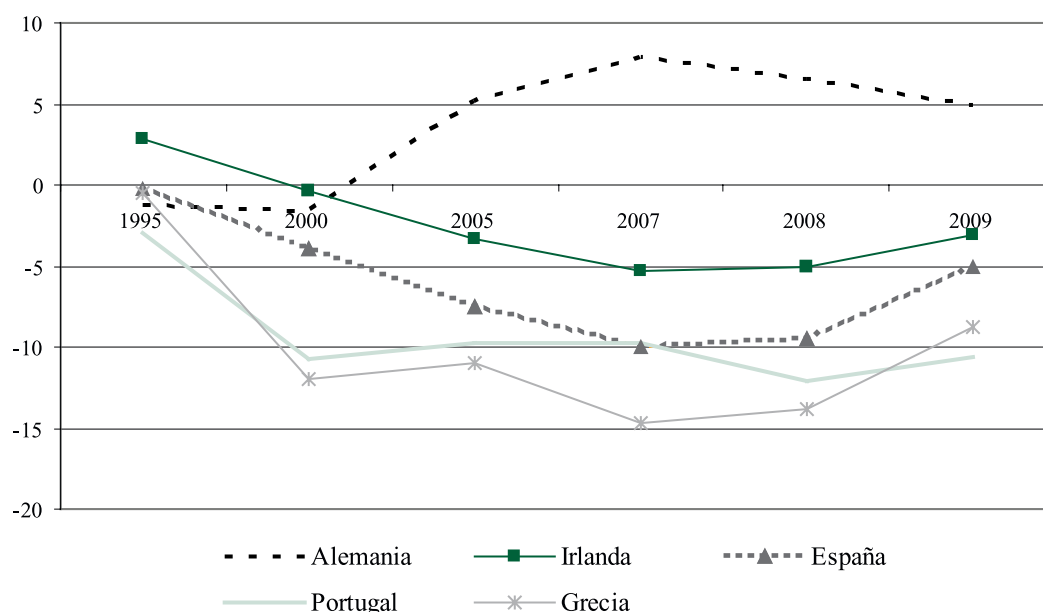
El principal problema estructural para la Eurozona ha sido la aparición de desequilibrios externos entre los diferentes países, acumulados entre finales de los noventa y 2007, que ha estado en el centro de la crisis actual. Es decir, la evolución diferente del crecimiento y de la inflación en el interior de la UEM, señalada anteriormente, generó una divergencia creciente en los niveles de competitividad y las posiciones de las balanzas de pago de los países miembros, fundamentalmente entre el Benelux y Alemania, y los cuatro países periféricos: Grecia, Portugal, España e Irlanda (Tabla 1). En este sentido, es importante subrayar que, dado que la UE en sí misma mantiene una balanza de pagos equilibrada con el resto del mundo, los déficits por cuenta corriente de los países periféricos vienen a ser el reflejo del superávit de Alemania (Gráfico 3).

La generación de los desequilibrios de balanza de pagos tiene mucho que ver con el diferente patrón de crecimiento, seguido, de un lado, por los países periféricos, y del otro por Alemania. Los enormes déficits exteriores de los países periféricos están muy vinculados con el desmesurado crecimiento del sector inmobiliario en estos últimos. Con la entrada en el euro se beneficiaron de bajadas de los tipos

Tabla 1. Evolución de las balanzas por cuenta corriente en determinados países de la Eurozona (en % del PIB)

	1995	2000	2005	2007	2008	2009
Irlanda	2,8	-0,4	-3,3	-5,3	-5,1	-3,1
España	-0,2	-4,0	-7,5	-10,0	-9,5	-5,1
Portugal	-3,0	-10,7	-9,8	-9,8	-12,1	-10,6
Grecia	-0,5	-12,0	-11,0	-14,7	-13,8	-8,8
Bélgica	4,8	4,2	3,3	3,7	0,2	2,0
Holanda	6,2	6,4	7,5	8,6	4,4	2,7
Luxemburgo	12,1	11,3	11,0	9,7	5,5	9,4
Alemania	-1,2	-1,6	5,2	7,9	6,6	5,0

Fuente: Eurostat

Gráfico 3. Evolución de las balanzas por cuenta corriente (en % del PIB)

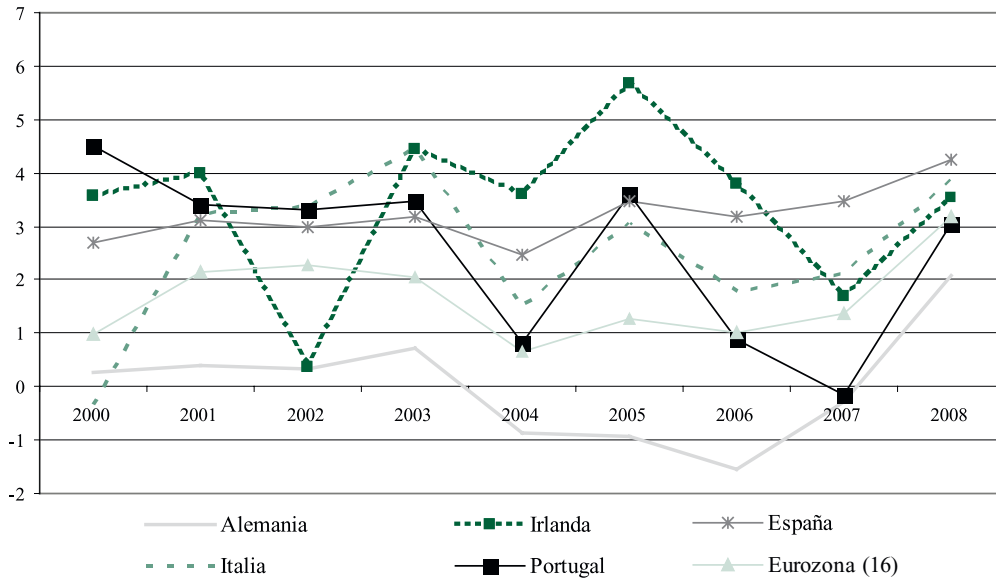
Fuente: Eurostat

de interés reales, que convergieron con los alemanes, y alimentó una demanda creciente de vivienda. La pérdida del riesgo de tipo de cambio permitió financiar fácilmente y de forma masiva la burbuja inmobiliaria con capitales provenientes del exterior, fundamentalmente de otros países del euro, especialmente de Alemania.

La historia de Alemania es muy diferente. Entre 1999 y 2007 este país logró unas tasas de crecimiento muy bajas, por debajo del 2% anual, impulsadas fundamentalmente por las exportaciones de productos al resto de la zona euro. La competitividad de las exportaciones alemanas se ha sustentado en buena medida en unas políticas estrictas de contención de costes laborales¹, que se han diferenciado claramente de las seguidas por los países periféricos. El Gráfico 4 muestra la evolución de los costes laborales unitarios de Alemania comparado con los países periféricos y la media de la Eurozona. Se observa cómo Alemania ha mantenido una política de crecimiento prácticamente cero de los costes laborales, mientras que en los países periféricos éstos aumentaron muy por encima de la media de la zona euro. De esta forma, los masivos volúmenes de reservas acumulados por Alemania le permitieron financiar sus elevados déficits públicos y, al mismo tiempo, exportar capitales a

¹ Para una explicación más detallada sobre la política alemana de salarios bajos puede leerse Papadimitriou (2010) o Lapavitsas (2010).

**Gráfico 4. Evolución de los costes laborales unitarios (2000-2008).
Tasa de crecimiento anual (en %)**



Fuente: OCDE

través de préstamos e inversión directa al resto de la Eurozona. Es decir, los déficits por cuenta corriente de los países periféricos han sido financiados en gran parte con el superávit de Alemania. Pero, igualmente, se podría argumentar que han sido los países periféricos, gracias a sus importaciones de productos alemanes, los que han financiado el crecimiento germánico en los últimos años.

En estas circunstancias, de cara al futuro, la corrección de los desequilibrios internos de la zona euro tendrá que venir necesariamente de ambos lados de la ecuación: los países deficitarios deberán reducir sus déficits por cuenta corriente, aumentando las exportaciones con mejoras de competitividad y reducciones de los déficits públicos, pero también Alemania –y en menor medida el Benelux– tendrá que tomar medidas para robustecer la demanda interna de sus economías e incrementar el volumen de sus importaciones.

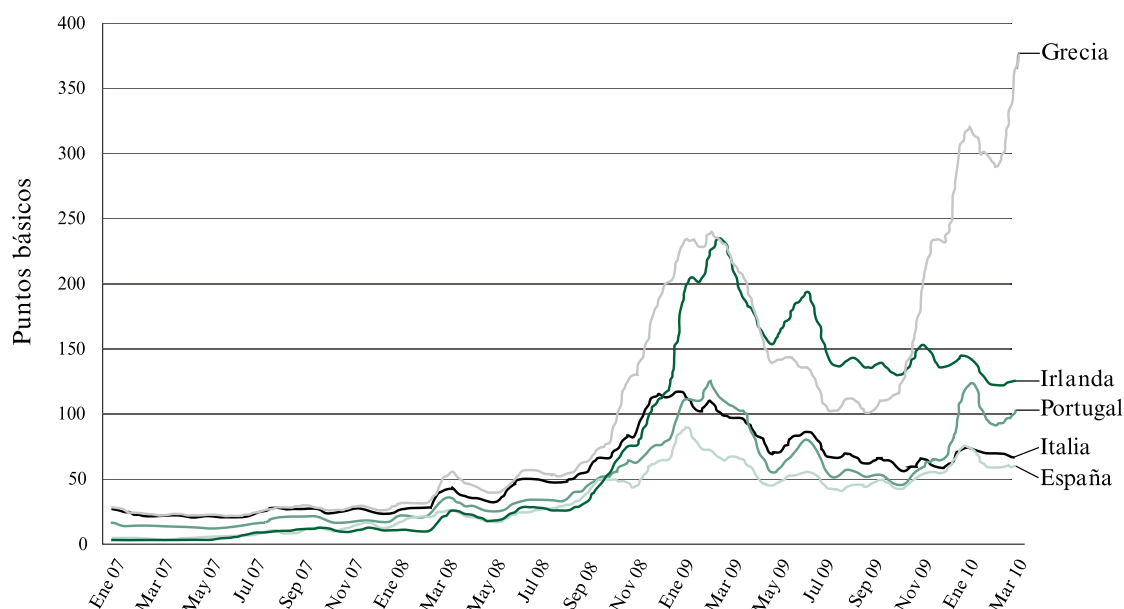
En definitiva, la distinta evolución de las posiciones de las balanzas de pagos en el interior de la UE fue creando una particular y profunda interconexión financiera entre países deficitarios y países excedentarios. En otras palabras, los balances de los bancos alemanes, franceses y holandeses, etc. se llenaron de deuda de los países periféricos, aumentando notablemente el riesgo sistémico.

3. La crisis de deuda soberana de Grecia

En diciembre de 2009 estalló la crisis de deuda soberana griega cuando el nuevo gobierno socialista reveló que las cuentas públicas de ese país habían sido maquilladas por el anterior gobierno, de forma que el déficit esperado se situaba realmente por encima del 12% sobre el PIB, y la deuda pública por encima del 115% del PIB. Para entonces las cuentas públicas de la mayoría de los países del euro estaban ya notablemente deterioradas debido a los efectos de la crisis financiera internacional iniciada en 2007. Esta situación, unida a unas perspectivas de crecimiento poco halagüeñas, llevó a los mercados a reexaminar la sostenibilidad fiscal de varios países del euro, que hasta ese momento parecían solventes. Las circunstancias eran propicias para los especuladores financieros, que, conscientes de la debilidad de Grecia, se lanzaron en masa a apostar contra la deuda de ese país. Desde ese momento, los *spreads*, o diferenciales de intereses de los bonos griegos respecto a los alemanes, comenzaron a dispararse, deteriorando así aún más sus cuentas públicas (Gráfico 5). El aumento de los *spreads* se extendió a otros países periféricos, aunque en menor medida que en el caso griego, reflejando la vulnerabilidad también de estos países ante ataques especulativos. En ese momento el riesgo de una extensión de la crisis más allá de Grecia se hizo presente. La lentitud y discrepancias surgidas entre los líderes de la Eurozona para tomar medidas y asistir a Grecia no hicieron sino empeorar las cosas.

La interconexión de los sistemas financieros europeos, señalada en la sección anterior, es esencial para entender por qué los líderes de la Eurozona no podían dejar a Grecia sola ante sus problemas. La exposición de los bancos de la Eurozona a la deuda pública griega es gigantesca, del orden de los 82.000 millones de dólares hacia finales de 2009 (Tablas 2 y 3). Los bancos franceses (30.000 millones) y

Gráfico 5. Evolución de los diferenciales de deuda pública frente a Alemania (plazo: 10 años)



Fuente: Eurostat

Tabla 2. Deuda pública griega en manos de instituciones financieras de la Eurozona*

(Miles de millones de dólares)

País	Bancos	Fondos de inversión	Fondos de pensiones
Grecia	55		38
Francia	24	26	4
Alemania	25	8	3
Italia	7	11	8
Bélgica	9	3	7
Holanda	8	3	9
Luxemburgo	8		12
Reino Unido	11		1
Austria	5	3	

*Datos de tercer trimestre 2009. La deuda total era de 390.000 millones.

Fuente: FMI y Barclays Bank

**Tabla 3. Exposición de los bancos a la deuda griega, por país y sector
(2009/4º trimestre)**

(Miles de millones de dólares)

País	Sector público	Bancos	Sector privado no financiero	Otros	Total
Alemania	22,79	11,54	10,02	0	44,35
España	0,58	0,08	0,54	0,36	1,57
Francia	30,62	5,50	42,60	29,47	108,29
Italia	3,06	1,29	2,49	2,23	9,09
Otros países del euro	25,71	2,01	12,41	2,80	42,94
Reino Unido	3,58	5,43	6,33	4,92	20,27
Japón	4,85	0,72	1,08	0,23	6,89
EE UU	5,56	5,49	5,50	29,06	45,62
Resto del mundo	1,77	1,78	3,66	4,62	11,84
Eurozona	82,78	20,42	68,17	34,88	206,26
Mundo	98,55	33,85	84,76	73,72	290,90

Fuente: BIS, Consolidated Banking Statistics, Ultimate Risk Basis.

alemanes (22.000 millones) son los más expuestos. Resulta, además, que una gran parte de la deuda pública griega está en manos de su sector privado, fundamentalmente bancos, los cuales están a su vez masivamente endeudados con bancos de la Eurozona. Por lo tanto, una suspensión de pagos de la deuda pública griega habría desencadenado una espiral infernal de pérdidas y quiebras a lo largo y ancho de los países del euro. En definitiva, y parafraseando a Keynes, si Grecia debe a los bancos alemanes el 1% de su PIB, Grecia tiene un problema, pero si les debe el 30% del PIB, entonces son los bancos alemanes y Alemania en su conjunto quienes tienen el problema. Con unos mercados financieros tan interconectados como hemos descrito, la debilidad de uno se transmitió rápidamente en inestabilidad de todo el sistema.

En resumen, el riesgo de un contagio sistémico de la crisis de la deuda soberana griega se debió a la coincidencia de tres factores económicos desfavorables, que claramente minaban el anclaje institucional sobre el que se sustenta la Unión Monetaria:

- La falta de disciplina fiscal implicó que varios países del euro, y ciertamente todos los grandes, entraron en la crisis con altos déficits y *ratios* de deuda por encima de los límites del PEC.
- La evolución divergente de la competitividad de las economías (o la falta de políticas fiscales anticíclicas de suficiente cuantía) generó grandes desequilibrios de las balanzas por cuenta corriente. Los países deficitarios fueron básicamente financiados por los bancos de los países centrales. Como resultado, cualquier crisis de deuda en los países periféricos amenazaba los sistemas bancarios de estos últimos.
- El tercer factor clave se refiere a la precaria situación en que se encontraban muchos bancos de la Eurozona, incluidos los de los países centrales, que incrementó su vulnerabilidad. Muchos de estos bancos se encontraban extremadamente apalancados, con altísimos niveles de deuda de dudoso cobro, debido al *boom* inmobiliario, a las hipotecas basura y a los fallos regulatorios que desencadenaron la crisis financiera global en 2007.

En estas condiciones, la chispa de la deuda griega acabó quemando a una Eurozona que estaba peligrosamente expuesta al fuego.

4. La respuesta de la UE ante la crisis

La lentitud y falta de resolución de los líderes europeos, algunos más preocupados por problemas domésticos que por ayudar a Grecia y estabilizar al euro, continuaron alimentando las turbulencias financieras. Los ataques de los mercados financieros aumentaron día a día el coste de la deuda griega, que llegó a pagar un diferencial del 6% por sus bonos a diez años, situación a todas luces insostenible. Grecia necesitaba obtener 32.500 millones de euros a lo largo del 2010 para cumplir con sus pagos de deuda, de los que 8.500 millones vencían a fines de mayo y debían ser refinanciados con urgencia. En estas circunstancias, a finales de abril de 2010, el país helénico se encontraba al borde de la suspensión de pagos.

A principios de mayo, el Eurogrupo y el FMI acordaron un primer rescate conjunto de 110 millones de euros, que, sin embargo, no fue suficiente para calmar a los mercados. Tan sólo unos días después, el 10 de mayo, esos mismos gobiernos tuvieron que hacer una exhibición de músculo financiero con el establecimiento de un Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera de hasta 750.000 millones de euros. Dicho Mecanismo incluye un préstamo por 60.000 millones de euros financiado por la Comisión Europea, y la creación de un nuevo vehículo –la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera (FEEF)– creada *ad hoc*, y avalada por los Estados miembros, que podría movilizar hasta 440.000 millones de euros, que se añadiría a otros 250.000 millones que podría llegar a prestar el FMI. En total un paquete financiero de hasta 750.000 millones de euros para disuadir a los mercados de la suspensión de pagos griega. La estrategia de defensa frente a los ataques de los mercados se completó con el anuncio subsecuente de durísimos programas de ajuste del gasto público para reducir drásticamente los déficits. Días antes, el BCE había comenzando a adquirir bonos griegos, irlandeses y

portugueses de manera masiva en el mercado secundario para estabilizar su precio, una medida sin precedentes y a la que se había mostrado muy reticente hasta ese momento.

En definitiva, la Eurozona tuvo que tomar medidas extraordinarias para poder estabilizar una situación que había puesto al euro “al borde del abismo”, en palabras del presidente del Consejo, Van Rompuy. Si hay alguna derivada positiva de la crisis del euro, es que ha forzado un salto en la gobernanza económica de la Eurozona, que tal vez no se habría producido en otras circunstancias. Como señala Habermas, el hecho de que a partir de ahora los contribuyentes de la zona euro avalen solidariamente los riesgos presupuestarios del resto de los Estados miembros supone “un cambio de paradigma”² en el modelo y filosofía de integración europea. Posteriormente, el Consejo Europeo del 17 de junio pasado, bajo presidencia española, acordó directrices que suponen un paso muy importante en la coordinación y estrechamiento de las políticas económicas y fiscales de los países del euro.

Las conclusiones del Consejo Europeo de junio reiteran la necesidad de:

- Reforzar tanto los aspectos preventivos como los correctivos del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, con sanciones en función de la trayectoria de consolidación hacia el objetivo a medio plazo.
- Otorgar un papel más destacado a la evolución de los niveles de deuda, según lo originalmente previsto en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento.
- Promover la elaboración de marcos presupuestarios de medio plazo en línea con el PEC.
- Una mayor vigilancia de las cuentas nacionales y datos estadísticos que presentan los países miembros.

Además, se avanza en la vigilancia y supervisión de aspectos que van más allá de los fiscales y presupuestarios, para abordar las divergencias de competitividad y la evolución de la balanzas de pagos. El Consejo encargó a la Comisión y a un grupo de trabajo *ad hoc* presidido por Van Rompuy concretar y poner en marcha en los próximos meses las directrices aprobadas.

2 Habermas (2010).

5. Puesta en marcha de las conclusiones del Consejo

La gravedad de la crisis del euro ha dejado al descubierto fallos de un sistema más pensado para tiempos de bonanza que de tormenta, y ha vuelto a resucitar el debate sobre la debilidad estructural de una unión monetaria asimétrica con una política monetaria común y políticas fiscales en manos de los países.

Un primer aspecto que falló y que requiere reformas fueron los mecanismos de aplicación y cumplimiento de las reglas de la zona euro, en particular del PEC. Durante la fase de preparación de la UEM, se impusieron estrictas condiciones macroeconómicas (Criterios de Maastricht) a los países para su acceso a la moneda única. En esa fase preeuro, la Comisión Europea tenía (y tiene para los países candidatos) un instrumento claro y decisivo para asegurar que los países cumplieran con los criterios de Maastricht (*enforcement*): la capacidad de no aprobar o retrasar la entrada en la unión monetaria de los países que no hubieran hecho sus deberes³. Sin embargo, una vez dentro de la UEM y adoptado el euro, las reglas se suavizaron y los mecanismos para forzar su cumplimiento se debilitaron. Esto tendrá que cambiar a partir de ahora. La estabilidad futura del euro requiere que los países miembros interioricen las obligaciones y responsabilidades compartidas que conlleva su pertenencia a la UEM. Si durante la primera década del euro ha sido frecuente ver a los países ignorar las reglas, flexibilizarlas según sus intereses, o incluso maquillar y falsear estadísticas económicas, esto no será posible en el futuro. Para ello, será necesario un mayor rigor en la supervisión y mayor capacidad para las instituciones comunitarias para forzar la aplicación de las normas.

3 Aun así, en los años inmediatamente precedentes a la entrada en vigor del euro, varios países recurrieron a la contabilidad creativa en las cuentas públicas para asegurarse que cumplieran los criterios de Maastricht.

En realidad, el nuevo Tratado de Lisboa que ha entrado en vigor en diciembre de 2009 ya ha implicado un reforzamiento de aspectos clave para la zona euro, en particular con la formalización del papel del Eurogrupo, al que el Tratado dota de ciertas competencias exclusivas en las materias que afectan a la Unión Monetaria. El Tratado de Lisboa refuerza también las competencias de la Comisión en relación al euro, dotándole de capacidad para: a) emitir alertas (*warnings*) directamente a los Estados miembros cuando no cumplan con el PEC; y b) presentar propuestas de acción al Consejo en relación con incumplimientos de los países con las reglas del euro, en vez de meras recomendaciones, lo que obliga al Consejo a aprobar por unanimidad cualquier desviación de las propuestas de la Comisión.

Como se ha señalado, las directrices del Consejo Europeo en relación a la reforma de la zona euro se concentran en tres aspectos fundamentales: a) reforzamiento de la disciplina presupuestaria de los Estados miembros; b) establecimiento de un sistema de vigilancia y supervisión de la competitividad y convergencia de las economías del euro y; c) puesta en marcha de un sistema de gestión de crisis. A continuación se presenta un análisis de cada uno de estos aspectos.

• **El refuerzo de la disciplina presupuestaria**

Existe consenso en Europa en la necesidad de reforzar y acelerar los sistemas de alerta y de imposición de sanciones para los países que no cumplan sistemáticamente las reglas del PEC, como en el caso de Grecia, algo que el presidente Zapatero había ya apuntado a principios de año, recibiendo críticas desde varios gobiernos.

La puesta en marcha y aplicación de los mecanismos de alerta y sanción dentro del PEC, el llamado procedimiento por déficit excesivo, se ha mostrado enormemente lento y poco efectivo para evitar los excesos fiscales griegos. Se culpa estos días al anterior gobierno griego de muchos de los males que afectan al euro. Es evidente que las políticas populistas y el maquillaje de las cifras de gasto entre 2005 y 2009 por parte del ejecutivo helénico contribuyeron de una manera importante a la inestabilidad de los mercados. Pero algo parecido se podría decir de otros países. Entre 2000 y 2007 hubo al menos siete países que violaron el criterio de déficit del PEC. Peor aún, cuando la Comisión inició procedimientos por violación del PEC contra Francia y Alemania, estos países forzaron una flexibilización de las reglas en 2004 para no ser sancionados. Con ello generaron un problema de riesgo moral y debilitaron la legitimidad del propio PEC de cara a otros gobiernos, que como el griego incumplieron repetidamente los criterios de déficit.

En definitiva, para que los mecanismos de prevención y sanción sean creíbles tendrán que ser aplicados de manera uniforme y no discriminatoria entre países grandes y pequeños. A este respecto, la Comisión ya ha presentado toda una batería de posibles sanciones, como podrían ser sanciones financieras, la retirada de los fondos europeos o la pérdida del voto en los Consejos. Varios países, incluido España, se han mostrado en contra de sanciones que incluyan la retirada de los fondos estructurales, favoreciendo, en cambio, a multas económicas o incluso a sanciones morales⁴. Pero la crisis por la que ha pasado la Eurozona exige algo más que sanciones morales para los países que no cumplan con las normas. Para ser creíbles, las sanciones deben ser, por un lado, suficientemente onerosas para que sirvan de instrumento disuasorio y, por el otro, su ejecución debe ser efectiva. A diferencia de sanciones financieras directas, cuya ejecución depende del pago efectivo por parte del país miembro, la retirada de fondos europeos es competencia de la Comisión y, por lo tanto, su efectividad estaría garantizada, y su efecto disuasorio es importante debido al volumen de transferencias y subsidios que reparte Bruselas.

Con objeto de aumentar la disciplina fiscal en la zona euro, parece claro que se reforzará la capacidad de la Comisión Europea de auditar las cuentas nacionales y las estadísticas que presenten los países. Además, el ECOFIN aprobó la propuesta de la Comisión para que a partir de 2011 los países presenten marcos presupuestarios de medio plazo, que a su vez deberán ser revisados por la Comisión Europea, con objeto de asegurar que están alineados con las normas del PEC. Otras propuestas que se plantean en este ámbito son los llamados “exámenes de pares”, de unos países a otros, de los presupuestos, o la creación de consejos fiscales nacionales independientes –ya existentes en algunos países del euro– que garantizarían la credibilidad técnica de las perspectivas presupuestarias, en línea con el PEC.

Las iniciativas mencionadas van en la línea de reforzar la vigilancia y control de los planes presupuestarios por órganos técnicos, ya sea la Comisión, o expertos independientes. Sin embargo, a nadie se le escapa que los presupuestos nacionales de un país son el instrumento político más importante de ejecución de política económica con el que cuentan los gobiernos. Por tanto, una supervisión de las líneas maestras de los presupuestos por la Comisión Europea, antes incluso de que hayan sido aprobados por los parlamentos nacionales, aumentaría aún más el déficit democrático que la UE arrastra desde hace tiempo y, dependiendo de su nivel de injerencia, es posible que requiriera una reforma de los Tratados. Para contrarres-

4 Véanse las declaraciones de Elena Salgado en *El País*, 6/9/2010.

tar esta tendencia tecnocrática de supervisión de los presupuestos nacionales, sería deseable otorgar un mayor papel al Parlamento Europeo, única institución de la UE elegida democráticamente.

Junto con una mayor exigencia presupuestaria se espera que la Comisión aumente la vigilancia y supervisión de la evolución de las *ratios* de deuda pública, que ya formaba parte de las reglas del PEC, pero que apenas recibieron atención comparados con los niveles de déficit. Ahora bien, sería recomendable que la vigilancia de los niveles de deuda pública vaya acompañada también de una mayor atención a los niveles de deuda privada⁵. No hay que olvidar que una buena parte de los volúmenes de deuda pública actual de varios países del euro no son más que el reflejo de un gran endeudamiento inicial del sector privado, en particular el financiero, que ha sido transferido al Estado para evitar un colapso sistémico.

• Sistema de vigilancia y supervisión de la competitividad y convergencia de las economías del euro

La crisis ha invalidado la idea, ampliamente extendida entre círculos académicos, de que las amenazas a la estabilidad del euro provendrían exclusivamente de la falta de disciplina fiscal de algunos de sus miembros. Los casos de España e Irlanda muestran que la vigilancia de la disciplina fiscal por sí sola, tal y como estaba definida en el PEC, no es suficiente para garantizar la estabilidad. Ambos países cumplieron sobradamente con los criterios de déficit y deuda del PEC y, sin embargo, en dos años de crisis económica han pasado a estar entre los países con los niveles de déficit más elevados de la Eurozona, muy por encima de los límites del PEC. Es decir, han sido claramente problemas económicos y no la indisciplina en el gasto los causantes de sus desequilibrios fiscales. Por lo tanto, aun cuando es necesario prevenir los desajustes fiscales de una manera más efectiva, se impone abordar los problemas que puedan surgir de riesgos no fiscales, como las burbujas de activos, los *booms* crediticios, el crecimiento de la deuda privada o las apreciaciones sostenidas de los tipos de cambios reales.

En este sentido, existe consenso en la necesidad de establecer un marco de prevención y supervisión de potenciales desequilibrios internos dentro de la Eurozona que puedan generar riesgos sistémicos. Se trataría de una especie de PEC+ que vaya más allá de la esfera de las finanzas públicas y se adentre en otros indicadores económicos relevantes, en particular en la evolución de las balanzas por cuenta

5 A su vez, la vigilancia del nivel de deuda pública podría también diferenciar entre deuda pública en manos de nacionales, frente a deuda pública en manos de extranjeros, pues estos últimos tienden a ser mucho más especulativos.

corriente y las divergencias de competitividad dentro de la UEM. De hecho, el Tratado de la UE ya señalaba la necesidad de vigilar la evolución de estos factores, aunque nunca se llegó a concretar de manera cuantitativa.

Ahora bien, la puesta en marcha de este mecanismo no va a ser tarea fácil. Por un lado, establecer un límite numérico máximo para los déficit por cuenta corriente, como ocurre con el déficit público en el PEC, no parece razonable. No existe evidencia empírica ni fundamento teórico para determinar a priori cuándo un déficit exterior es “bueno” o “malo”⁶, pues depende de cómo esté financiado (por ejemplo, por inversión directa o crédito bancario), y cuál es el destino del mismo (financiar consumo o inversión). Por lo tanto, límites rígidos al estilo del Pacto de Estabilidad no funcionarán. La propuesta del BCE de un sistema de alerta, con umbrales de riesgo que se van accionando a medida que el riesgo aumenta, parece más adecuada para esta tarea, aunque está por ver cómo funcionará en la práctica.

Existe otra dificultad difícilmente ignorable por el hecho de que desequilibrios exteriores y competitividad son conceptos relativos. Los países ganan o pierden competitividad respecto a otros países, y los déficits de unos son superávits en otros, por lo que resulta complejo asignar responsabilidades. Aún más complicado será forzar a los países a tomar medidas si dichos indicadores difieren de los niveles máximos establecidos. Por ejemplo, un país al que se le recomiende que contenga sus niveles salariales para mejorar su competitividad relativa podría negarse argumentando que la solución debe venir de mayores aumentos salariales en otro país, digamos Alemania.

En el debate teórico sobre las divergencias de balanza de pagos se está poniendo mucha atención en los aumentos de los salarios como el factor más importante que afecta a la competitividad exterior de los países. Pero, en realidad, la evolución de los costes laborales unitarios es sólo un factor que, a través de los precios, influye en la competitividad. Se podría dar el caso de un país que redujera los costes laborales unitarios a través de medidas de contención salarial y aun así, con el tiempo, perdiera competitividad debido a otras causas, como la falta de competencia en el sector servicios, infraestructura dilapidada o escasa penetración de las nuevas tecnologías. Pero es que, además, aunque se identificaran los incrementos salariales como el principal problema, tampoco está tan claro que en una economía de mercado un gobierno pueda forzar siempre

6 Para un análisis más profundo sobre las bondades de los diferentes tipos de déficit puede verse: Blanchard Olivier y Gian Maria Milesi-Ferretti (2009): Global Imbalances: in Midstream? IMF Staff Position Note. December 22, 2009.

una rebaja de los costes salariales en el sector privado. Obviamente las rebajas de salarios públicos o la limitación de las subidas de los salarios mínimos, entre otros, contribuirán a la moderación salarial de toda la economía. Aun así, todas esas medidas podrían no ser suficientes para controlar las subidas salariales en caso de sectores en plena expansión donde se produzca una burbuja, como el inmobiliario, o en los que hay una demanda de mano de obra creciente. Todo esto sin tener en cuenta los efectos sociales y políticos que se desencadenarían y que podrían ser considerables, dificultando enormemente la puesta en marcha de determinadas medidas.

Con todo, cualquier directriz que provenga de Bruselas con recomendaciones sobre la fijación de los salarios debería ir vinculada a las mejoras de la productividad de los trabajadores. En resumen, no parece que será fácil lograr consenso a nivel europeo sobre cuáles son los indicadores de competitividad (déficit por cuenta corriente, costes laborales, niveles de precios, etc.) que se deben vigilar, sus umbrales de riesgo por país, y sobre los procedimientos de actuación para prevenir desequilibrios a largo plazo.

Por último, hay que insistir en que la UE ya cuenta con varios instrumentos y marcos de coordinación de políticas económicas, algunas especificadas en el propio Tratado de la UE, tales como las Directrices Amplias de Política Económica, los trabajos de supervisión del Eurogrupo, el Método Abierto de Coordinación, ahora sustituido por los instrumentos de la Estrategia 2020, etc. A ello habrá que añadir los nuevos mecanismos de supervisión financiera (véase sección posterior), ya sea el Consejo Europeo de Riesgos Sistémicos (CERS) o las tres nuevas autoridades que se crearán próximamente para la vigilancia concreta de bancos, seguros y mercados financieros. El logro de coherencia y de coordinación de todos estos marcos de supervisión económica, en particular el PEC, la Estrategia 2020 y los mecanismos de supervisión financiera, va a constituir un reto formidable para la maquinaria comunitaria.

- **Establecimiento de un sistema de gestión de crisis para el euro: la Facilidad Europea de Estabilización Financiera (FEEF)**

Cuando Grecia hizo público el estado de sus cuentas públicas y los mercados comenzaron a deshacerse de la deuda griega, la UE no contaba con ningún mecanismo de resolución para crisis financieras como la actual. La falta de un procedimiento claro dio lugar a largas discusiones y dilaciones, que retrasaron la toma de decisiones y agravaron aún más los problemas financieros griegos.

Al final, la llamada “cláusula de no asistencia” se ha revelado como poco creíble en una situación de crisis financiera. La suspensión de pagos de Grecia habría sido catastrófica para la Eurozona, por lo que no era factible pensar que el resto de los países del euro no acudirían a su rescate, como así ocurrió finalmente. La expulsión o salida de Grecia del euro estaba descartada desde el principio, pues las consecuencias negativas y los costes⁷ habrían sido muy superiores a los beneficios y, además, no existen mecanismos legales para forzar a un país a abandonar la UEM.

En realidad, la *no bail-out clause* no se encuentra en ninguna parte del Tratado de la UE, aunque hasta el rescate griego había una idea ampliamente extendida de que a un país del euro se le dejaría quebrar antes que acudir a su rescate. La razón proviene de una confusión entre la cláusula de no corresponsabilidad, expresada en el artículo 125 del Tratado consolidado de funcionamiento de la UE (antiguo artículo 103 del Tratado de la UE), por la cual cada Estado miembro es responsable de sus propias deudas, y el artículo 143 del Tratado consolidado de la UE (antiguo artículo 119 del Tratado de la UE), que excluye a los países del euro de una potencial asistencia financiera por parte de la UE, aunque la permite para los que estén fuera de la Unión Monetaria. El artículo 143 deriva de una sucesión de artículos que se retrotraen hasta el Tratado de Roma⁸. La razón por la que en el Tratado se limita la asistencia financiera solamente a los países de la UE que no están en el euro es porque dicha asistencia estaba pensada para problemas de balanza de pagos o falta de divisas, los cuales se consideró que desaparecerían al adoptar el euro. Pero esto no tiene nada que ver con el principio de no corresponsabilidad.

Es decir, mientras que la “no corresponsabilidad”, expresada en el artículo 125 del Tratado, es un pilar esencial del funcionamiento de la Unión Monetaria, el artículo 143 debería ser reinterpretado de forma que no constituya un “principio de no asistencia”. En realidad, los países del euro son ya miembros del FMI y, como tales, pueden acceder a sus paquetes de asistencia condicionada. Por tanto, no parece muy lógico que los países del euro puedan recibir asistencia del FMI, pero no de sus propias instituciones europeas.

En definitiva, la necesidad de establecer un mecanismo claro y definido de gestión de crisis financieras que permita a la Eurozona actuar rápida y coordinadamente

7 Para una explicación detallada de los costes y consecuencias de una hipotética salida del euro se puede ver Wyplosz, Charles, La bendición que supone el euro y la necesidad de mejorarlo, en El euro al rescate de Europa. Real Instituto Elcano (Editorial Marcial Pons, Madrid, 2010).

8 Véase Marzinotto *et al.*, 2010.

para asistir a un país miembro en dificultades es una lección clara a extraer de la crisis griega. Dicho mecanismo no tendría por qué aumentar el llamado riesgo moral (*moral hazard*) para los países siempre y cuando estuvieran bien definidas las condicionalidades y obligaciones de los países rescatados. La clave para que un mecanismo de este tipo funcione reside en su credibilidad, que ha quedado enormemente erosionada a nivel de la Eurozona por los periodos de indecisión, las opiniones contradictorias emitidas o por los giros de ciento ochenta grados en la posición común de los países del euro (Darvas, 2010). Estos cambios bruscos de dirección han respondido en muchos casos a una postura reactiva de la UE ante los acontecimientos. Por lo tanto, si los mercados y la opinión pública perciben que la UE actuará con la misma dilección en el futuro, cualquier mecanismo de gestión de crisis que se establezca llegará sin credibilidad desde su origen.

La Facilidad Europea de Estabilidad Financiera (FEEF), recién creada, pretende cubrir en parte la función de instrumento de rescate en crisis. Sin embargo, como se explica más adelante, por las debilidades que presenta no parece que sea el mecanismo que se requiere para el futuro.

La FEEF es el instrumento central del llamado Mecanismo Europeo de Estabilidad Financiera, que fue aprobado por el Consejo Europeo apresuradamente el día 10 de mayo, invocando el artículo 122 del Tratado de la Unión, que prevé la posibilidad de asistencia financiera a un país miembro “en circunstancias extraordinarias fuera del control de los Estados miembros”. La interpretación de esta cláusula fue cuanto menos innovadora, pues estaba originalmente pensada para eventos de otra naturaleza (catástrofes, *shocks* económicos, etc.) cuyo origen quedara totalmente fuera del control de algún país. En el caso de Grecia, si bien es cierto que los ataques financieros habían llevado a este país a una situación que escapaba a su control, también lo es que las causas iniciales que la provocaron fueron de su entera responsabilidad.

El acuerdo que regula el funcionamiento de la FEEF entró en vigor a principios de junio, una vez que cinco Estados miembros habían formalizado sus compromisos. Las reticencias de Eslovaquia a participar fueron disipadas bajo la presión del resto de los países. La FEEF se ha establecido como una compañía financiera con sede en Luxemburgo. Sus accionistas son los 16 países del euro, que suscribirán capital en proporción igual a su participación en el capital del BCE. Su principal cometido será captar dinero barato del mercado, mediante la emisión de deuda garantizada por los socios accionistas (los propios Estados del euro), para prestarlo a su vez a los países que no puedan financiarse por sus propios medios. Serán una suerte de

eurobonos que podrán emitirse al menos hasta 2013 –aunque su amortización sea más larga– y de los que todavía se desconoce el tipo de interés. En total, la FEEF podrá movilizar hasta 440.000 millones de euros, que se podrán complementar con los de la Comisión Europea y del FMI, hasta llegar a los 750.000 millones comprometidos⁹.

La FEEF ha obtenido la mejor calificación de las tres agencias principales de *rating*, lo que le permitirá obtener financiación con las mejores condiciones del mercado. La calificación de Triple A se ha podido lograr gracias al respaldo de los países socios, los cuales garantizan el 120% de su participación en el capital. Alemania, por ejemplo, presta avales de unos 148.000 millones (en lugar de 122.800, que es su aportación).

En la creación y diseño final de la FEEF se ha impuesto el criterio alemán, que desde el principio temía que fuera a convertirse en un mecanismo permanente de financiación comunitaria, una especie de fondo monetario europeo. Finalmente la FEEF se ha establecido como un mecanismo temporal hasta 2013, de naturaleza intergubernamental, que sólo actuará en circunstancias excepcionales para apoyar financieramente a un Estado miembro a petición de éste en casos de dificultad máxima para acceder a los mercados financieros. Será, además, una organización pequeña –dirigida por un alemán de confianza de Angela Merkel– con una mínima infraestructura, que subcontratará la mayoría de sus servicios al BEI o incluso a la administración alemana.

La FEEF ha nacido con algunas carencias evidentes (Ruiz Devesa, 2010), como son su naturaleza intergubernamental, el papel determinante y excesivo del FMI que no es un organismo europeo o su naturaleza temporal, entre otras. En efecto, la existencia de la FEEF por un plazo de escasamente tres años indica que está concebida inicialmente para asistir a Grecia (o algún otro país periférico que entrara en dificultades) a salir de la crisis actual en que se encuentra y no pretende ser un mecanismo permanente de gestión de crisis. Además, las condiciones de los créditos que reciban los países deberán ser negociadas caso por caso junto con la Comisión Europea y el FMI. La presencia de este último asegura que las condiciones de política económica serán onerosas, garantizando así que los países hagan uso de dichos créditos sólo en situaciones extremas. En definitiva, no parece que la FEEF sea el mecanismo o facilidad comunitaria que requiere la UEM en el largo plazo. En la siguiente sección se propone transformarla en una verdadera agencia financiera de emisión de eurobonos, una suerte de fondo monetario europeo.

9 Para un análisis de las debilidades y fortalezas de la FEEF, puede consultarse Ruiz Devesa, 2010.

5.1 El nuevo marco de supervisión financiera de la UE

Las iniciativas de reforzamiento de gobernanza de la UEM de los próximos meses coinciden con la aprobación por el ECOFIN y puesta en marcha próximamente del nuevo marco de supervisión financiera europeo. Si algo ha quedado claro de estos últimos meses, es la estrecha vinculación e interconexión entre las políticas fiscales y presupuestarias, los mercados de deuda y otros mercados financieros. Así, pues, es esencial que las reformas que se hagan en estos ámbitos estén bien coordinadas y se refuercen mutuamente.

La evidencia de la crisis se muestra muy contundente respecto a las importantes vulnerabilidades en el marco de supervisión financieros dentro de la UE. Dicho marco se mantiene fragmentado por países, a pesar del establecimiento del mercado único hace más de una década y de que los más importantes operadores financieros son transfronterizos. En la situación actual, la licencia que obtiene un banco para operar en un país miembro se extiende a toda la UE, pero, en cambio, su supervisión y regulación siguen siendo competencias nacionales. Varios casos de crisis de entidades financieras que operan en el espacio europeo han dejado al descubierto los problemas que surgen cuando la responsabilidad está dispersa entre múltiples supervisores de diferentes países, lo que permite que los conglomerados financieros busquen el regulador más permisivo e impide que cualquier regulador pueda ver la foto completa de la situación de esa institución financiera. En el último año, la falta de normas y autoridades continentales ha llevado a países a tomar decisiones siguiendo intereses nacionales, pero con repercusiones a nivel europeo, como fue la subida del seguro de garantía de depósitos en Irlanda o el proceso de rescate de Fortis y otros bancos. Esta disfuncionalidad en la regulación y supervisión financiera europeas representa una auténtica anomalía en una unión monetaria en la que los países miembros comparten moneda, política monetaria y banco central.

La situación descrita no es nueva, evidentemente, pero la crisis ha acelerado la necesidad de sus reformas. En la actualidad, los supervisores nacionales coordinan sus actividades de supervisión microprudencial a nivel europeo a través de los llamados Comités de Nivel 3 o colegios de supervisores que conforman el llamado Marco Lamfalussy: el Comité Europeo de Supervisores Bancarios (CEBS), el Comité Europeo de Supervisores de Seguros y Planes de Pensiones (CEIOPS) y el Comité de Reguladores de Valores (CESR). Este esquema ha permitido agilizar la producción normativa en materia financiera y poner los cimientos para una mayor

convergencia, sin cuestionar el reparto de responsabilidades entre las autoridades nacionales. Pero a pesar de llevar ya varios años funcionando, los tres Comités de Nivel 3 no han evitado las lagunas de regulación en determinadas directivas, que no cubrieron adecuadamente determinadas actividades o su desigual traslación por las autoridades nacionales, que dio lugar a arbitraje regulatorio por parte de determinadas instituciones financieras. Además, los tres comités se han mostrado débiles y faltos de instrumentos para actuar en periodos de crisis.

Muchos de estos problemas son los que pretende superar el Nuevo Marco Europeo de Supervisión Financiera, aprobado el 6 de septiembre por el Consejo Europeo, y que tras la aprobación del Parlamento Europeo en octubre de 2010 debería entrar en vigor en enero de 2011. El paquete de supervisión financiera, basado en las recomendaciones del llamado Informe Larosière, aborda muchos de los problemas y debilidades señalados a nivel de la supervisión macro- y microprudencial a través de la creación de dos nuevos marcos:

- El Consejo Europeo de Riesgo Sistémico (CERS), que se encargará de vigilar la estabilidad financiera a nivel paneuropeo y establecerá un sistema de alerta temprana para detectar riesgos sistémicos.
- El Sistema Europeo de Supervisores Financieros (SESF), encargado de la vigilancia y supervisión de entidades financieras individuales (supervisión microprudencial), que agrupará a supervisores nacionales, junto con las nuevas agencias europeas de supervisión creadas a partir de los Comités ya existentes: la Autoridad Europea de Banca (AEB), la Autoridad Europea de Seguros y Planes de Pensiones (AESPP) y la Autoridad Europea de Valores y Mercados (AEVM).

Bajo el nuevo marco la supervisión continuará siendo una competencia nacional y los gobiernos tendrán la última palabra a la hora de emplear su dinero en salvar bancos de la quiebra, pero las autoridades europeas podrán dirimir en disputas entre autoridades nacionales, prohibir actividades arriesgadas y tomar decisiones directas, tales como prohibir determinadas actividades o actuar directamente sobre instituciones concretas en casos específicos de crisis. Los marcos micro- y macroprudencial estarán conectados mediante el intercambio de información y los mecanismos de alerta temprana, aunque está por ver cuán eficiente será esta relación en la práctica. Además, el CERS estará presidido y en gran medida controlado por el BCE, lo cual tiene la ventaja de que le dará credibilidad, pero al mismo tiempo se

corre el riesgo de que sufra la misma falta de transparencia y rendición de cuentas del Banco Central Europeo. Además, el papel preeminente del BCE podría llegar a plantear conflictos con algunos países europeos que no están en el euro, pero que se verían afectados por el nuevo marco de supervisión comunitario.

En definitiva no se ha llegado tan lejos como para crear una única entidad de supervisión financiera a nivel europeo, de forma que las nuevas instituciones tienen mandatos subsidiarios de las decisiones nacionales y sólo en casos muy específicos podrán imponer sanciones directas. Pese a ello, el nuevo marco de supervisión financiera europeo es sin duda un avance importantísimo que aborda de una manera adecuada los problemas de fragmentación detectados, reduce las posibilidades de arbitraje regulador dentro de la UE, y es coherente con la agenda internacional liderada por el G-20, en el que la UE tiene un papel esencial.

De cara al futuro, una vez que parece que el nuevo acuerdo de Basilea III será próximamente aprobado por el G-20, la UE debe avanzar de una manera más clara y coordinada en tres ámbitos esenciales: a) la armonización de los impuestos a las entidades bancarias que actualmente se debate a nivel del G-20, b) la armonización de los fondos de garantía de depósitos a nivel de toda la UE; y c) la puesta en marcha de un régimen de resolución de grupos transfronterizos a nivel europeo claro y efectivo.

6. Lecciones de la crisis: otras reformas necesarias en la Unión Económica y Monetaria

En el Consejo Europeo de octubre de 2010 está previsto que Van Rompuy presente el Informe Final del Grupo de Trabajo que preside. Al mismo tiempo, la Comisión debe entregar sus propuestas concretas, ya desarrolladas en parte en la Comunicación de principios de julio de 2010. Muchas de las nuevas orientaciones se pondrán en marcha en 2011 en el contexto de un Semestre Europeo en el que los países del euro deberán presentar a la Comisión para su revisión programas de estabilidad y convergencia para los próximos años. El debate de los próximos meses se presenta como apasionante y decisivo en la configuración de gran parte de la nueva estructura institucional de la Eurozona, y por extensión para el futuro de la integración económica europea.

La sección anterior ha analizado las propuestas y directrices emanadas de las decisiones del Consejo Europeo y del ECOFIN de mayo y junio de 2010. Su puesta en marcha implicará un reforzamiento significativo de los mecanismos institucionales y de gobierno del euro. Ahora bien, la agenda formal de iniciativas y decisiones apuntadas por el Consejo y la Comisión no debería agotar, a nuestro juicio, todas las reformas necesarias para completar la gobernabilidad del euro y garantizar la estabilidad futura de la UEM. Junto con las reformas ya en marcha surgen otros aspectos institucionales y legales que requerirán de cambios en los próximos años. Se presentan a continuación al menos cuatro áreas de la UEM sobre las que el debate sigue abierto en círculos académicos y económicos.

6.1 Reformas de los instrumentos y funcionamiento del BCE

En su creación, el mandato y funcionamiento del BCE estuvo muy influido por la posición de Alemania, que quería garantizar un banco central con total autonomía de los gobiernos nacionales de los que no podrá recibir ninguna instrucción. La independencia absoluta del BCE quedó así incorporada en el Tratado de la UE. Además, el peso de Alemania también se hizo notar al decidir que el mandato del BCE se centrara de manera fundamental en la lucha contra la inflación. En efecto, el Tratado de la UE estableció claramente que el objetivo principal del banco central sería el mantenimiento de la estabilidad de precios, al que se tendrían que subordinar otras metas. Esta ortodoxia antiinflacionaria contrasta notablemente con los mandatos de otros bancos centrales. Por ejemplo, la Reserva Federal americana mantiene más de un objetivo principal al mismo nivel que la estabilidad de precios, como son el logro del pleno empleo y el mantenimiento de los tipos de interés moderados en el largo plazo. Otros, como el Banco de Inglaterra, comparten dos propósitos fundamentales, la estabilidad de precios y la estabilidad financiera.

Como se ha señalado, durante los primeros años de la UEM el BCE fue bastante exitoso en su actuación y logró mantener la inflación media de la zona euro por debajo del 2%, que es el objetivo establecido por su consejo de gobierno. Pero con la llegada de la crisis financiera internacional y, más recientemente, la crisis de deuda en Europa, la actuación del Banco Central Europeo ha estado sometida a varias críticas. Del lado positivo, reaccionó con mucha rapidez inyectando amplia liquidez en el sistema interbancario tras el estallido de la crisis de *subprime* en agosto de 2007, o realizando operaciones novedosas de *swaps* con países fuera del euro, como Dinamarca o Hungría.

Sin embargo, en general a lo largo de la crisis el BCE ha mantenido una actitud mucho más ortodoxa y conservadora en su objetivo de mantener baja la inflación a toda costa. En esto también se ha diferenciado notablemente de la Reserva Federal americana o del Banco de Inglaterra, que han sido frecuentemente más rápidos en bajar los tipos de interés y más innovadores a la hora de utilizar instrumentos creativos de política monetaria para animar la demanda y evitar la deflación.

Aun así, a pesar de enormes reticencias iniciales, la gravedad de la crisis griega ha obligado al BCE a tomar medidas extraordinarias sin precedentes, bastante alejadas de la ortodoxia monetaria, para asistir al país heleno al borde de la suspensión de pagos. Una medida importante en este sentido fue la aceptación a fines de 2009 de deuda griega como colateral para sus líneas de crédito interbancarias. Pero sin

duda la actuación más notoria del BCE ha sido la decisión de asistir a Grecia a través de la adquisición masiva de bonos de ese país en el mercado secundario –también, aunque en menor medida, de Irlanda y Portugal– del orden de los 60.000 millones de euros, algo a lo que se había negado sistemáticamente.

Aunque la adquisición de deuda griega fue rápidamente esterilizada¹⁰ por el BCE para evitar posibles efectos inflacionistas, lo cierto es que estas operaciones no son neutras. Es decir, el BCE compró bonos, disminuyendo de esta forma el coste de financiación de Grecia y otros países en situación difícil, al precio de aumentar dicho coste de financiación para el resto de los países de la zona euro. Dicho de otro modo, en palabras del antiguo gobernador del Bundesbank, “al subsidiar a unos gobiernos a expensas de otros, el Banco Central Europeo está peligrosamente cerca de convertirse en una entidad fiscal supranacional” (Mayer, Thomas, 2010).

Ciertamente la crisis ha empujado al BCE a realizar intervenciones poco convencionales, de política cuasi fiscal o de prestamista de última instancia al estilo del FMI, más que las propias de un banco central en sentido estricto. En conjunto, estas operaciones han expandido enormemente el balance del banco central, incrementando su riesgo financiero y debilitando su posición de actor neutral dentro de la UEM, lo cual pone en cuestión su credibilidad. Por ello, sería deseable que en cuanto se recupere la normalidad en los mercados financieros el BCE comience a retirarlas.

En definitiva, la actuación del BCE desde su creación, pero especialmente desde el estallido de la crisis internacional y posteriormente la crisis griega, ha revelado la necesidad de mejoras en varios aspectos, de los cuales señalaremos tres principales:

- a) En la fijación de sus objetivos de inflación, el BCE tiene que prestar mayor atención al crecimiento económico y el pleno empleo. El BCE mantiene a día de hoy un objetivo de inflación del 2% para el conjunto de la Eurozona que dificulta enormemente la mejora de la competitividad en varios países, especialmente los periféricos. Es probable que, si el BCE tuviera entre sus objetivos principales acompañar el crecimiento económico de la Eurozona, sería más sensible a las demandas por una inflación algo más elevada que permitiría a estos países ganar

10 Desde su inicio el BCE indicó que, para evitar un posible impacto inflacionario, la compra de los bonos griegos en el mercado sería “esterilizada” a través de operaciones de absorción de liquidez monetaria por la misma magnitud. En la práctica esto se ha concretado ofreciendo a bancos europeos depósitos a muy corto plazo a un interés superior al que ofrece normalmente.

competitividad sin tener que reducir aún más los salarios nominales y otros precios regulados.

La primacía de la lucha contra la inflación entre los objetivos del Banco Central está establecida en el Tratado de la Unión Europea, por lo que no es realista ni razonable plantear una modificación del mismo. Ahora bien, el Tratado habla de estabilidad de precios, pero la definición precisa de ese término le corresponde al Consejo de Gobierno del BCE, que ha establecido una inflación de alrededor del 2%. Se podría plantear un cambio de la definición de estabilidad de precios, que diferenciara entre tiempos de bonanza económica y tiempos de crisis. Así, mientras el objetivo del 2% sería adecuado para épocas de crecimiento económico, en periodos de crisis y alto desempleo el BCE podría flexibilizar ligeramente ese objetivo si con ello ayudara a la recuperación económica, particularmente de los países más lentos en salir de la recesión.

- b) El BCE debe tomar una responsabilidad mayor y desarrollar los instrumentos necesarios para asegurar la estabilidad de los mercados financieros: la crisis financiera internacional, provocada en gran parte por la generación de burbujas financieras en tiempos de baja inflación, está poniendo en cuestión de una manera fundamental los tradicionales mandatos y estrategias de bancos centrales en todo el mundo, incluido el BCE. Si hasta ahora muchos bancos centrales se han centrado exclusivamente en la lucha contra la inflación, en el futuro se espera que tengan un papel más importante y activo en la vigilancia y prevención de burbujas y otros riesgos financieros. A nivel de la UE, el BCE presidirá y controlará el Consejo Europeo de Riesgo Sistémico y participará en los otros tres organismos específicos que componen el nuevo marco europeo de supervisión financiera. Ahora bien, el Tratado de la UE establece la estabilidad de precios como el único objetivo principal de su actuación. Dado que el Tratado no será modificado, se plantea el problema de cómo debe actuar el BCE cuando el tradicional instrumento del BCE, la fijación del tipo de interés, pueda llevar a objetivos contradictorios (*trade off*) entre los objetivos de estabilidad de precios y estabilidad financiera. Una propuesta interesante que se ha planteado (De Graugwe, 2009; Pisani-Ferri, 2009b) es permitir que el BCE tenga la capacidad de utilizar otros instrumentos, diferentes de la fijación de los tipos de interés, como son los encajes bancarios y los controles macroprudenciales bancarios para garantizar ambos objetivos.
- c) El BCE debe mejorar en la rendición de cuentas y transparencia: debe dejar de ser percibido como una institución oscura y que no responde ante los ciudadanos europeos. El Tratado de la UE concede total independencia y autonomía al BCE,

de forma que no puede ni debe seguir directrices ni instrucciones de ninguna institución europea, ni nacional. Pero la independencia de actuación debe ir acompañada de una verdadera y completa rendición de cuentas y de la máxima transparencia.

El Tratado establece que el BCE está únicamente obligado a presentar un informe anual sobre sus actividades al Consejo y al Parlamento Europeo (art. 284), y podrá comparecer en otras ocasiones a petición propia ante los comités competentes de este último. En la práctica, el presidente del BCE ha comparecido de forma trimestral ante el Comité de Asuntos Económicos y Monetarios del Parlamento, en lo que se ha venido en llamar el Diálogo Monetario. No obstante, dichas audiencias se han mostrado poco adecuadas y requieren cambios substanciales de formato (de Grauwe, 2009; Eijffinger, 2009) para convertir el Diálogo Monetario en un verdadero foro de supervisión y escrutinio del Banco Central al estilo del comité de asuntos financieros del Congreso de Estados Unidos. A su vez, sería recomendable, para mejorar la legitimidad de los gestores del BCE, establecer la práctica de una ratificación formal del presidente y los miembros del Consejo de Gobierno del BCE, por el Parlamento Europeo¹¹. Además, el BCE tiene que hacer mayores esfuerzos para mejorar su transparencia publicando las actas completas y transcritas de sus reuniones, incluidas las votaciones, como hace la Reserva Federal americana.

6.2 El debate sobre un mayor federalismo fiscal

De las conclusiones del Consejo Europeo se deduce que las claves para lograr la estabilidad de la Eurozona pasan prioritariamente por una mayor coordinación económica más allá de la esfera fiscal y un reforzamiento de la vigilancia y disciplina para el cumplimiento del PEC. No obstante, la crisis del euro ha reavivado las voces de los que consideran que una mayor coordinación macroeconómica no es suficiente, y que lo que se requiere es una verdadera política fiscal europea, que complemente y reequilibre la política monetaria única del BCE. Muchos ven en esta asimetría entre política monetaria europea y políticas fiscales nacionales el pecado original del euro y siguen demandando mayores avances en el llamado federalismo fiscal.

En la actualidad, el BCE maneja la política monetaria única, estableciendo los tipos de interés sobre las expectativas de inflación media para toda la zona euro.

11 El Tratado de la UE sólo obliga a consultar con el Parlamento Europeo en estos nombramientos.

El problema es que en una región tan amplia los ciclos económicos pueden variar enormemente de unos países a otros, de manera que una potencial subida de tipos para enfriar la economía y reducir las expectativas alcistas de inflación puede tener efectos negativos en los países que están entrando en recesión y que lo que necesitan son medidas para estimular la demanda. Cuando esto ocurre en un país de la OCDE fuera del euro, entonces el gobierno tiene la posibilidad de utilizar la política fiscal para dinamizar la actividad en aquellas regiones más deprimidas, por ejemplo, con los subsidios por desempleo o a través de un mayor gasto en infraestructura. Pero para ello se requiere de un presupuesto público con capacidad suficiente para tener un impacto macroeconómico significativo.

En la OCDE, el gasto público como porcentaje del PIB se sitúa en el 45% de media, aunque varía en un rango que va desde el 35%-40% del PIB de Australia, Estados Unidos, Japón, Canadá o Nueva Zelanda hasta más del 50% del PIB en Suecia, Francia o Dinamarca. España se encuentra en una posición intermedia, con un gasto público de cerca del 45% del PIB, aunque sólo cerca de la mitad de esa cantidad corresponde al gobierno central. En la Unión Europea el presupuesto comunitario se encuentra lejos de los niveles señalados, en torno al 1% del PIB de la Unión o alrededor del 3% del total del gasto público comunitario. Con un presupuesto tan limitado es difícil hacer verdaderas políticas anticíclicas europeas que puedan reequilibrar a la camisa de fuerza que supone la política monetaria única del BCE. Por ello, es esencial que la UE incremente de una forma notable los recursos comunitarios. Recientemente se han planteado propuestas serias para aumentar la autonomía presupuestaria de la UE, tales como la aprobación de nuevos impuestos comunitarios (al carbono, a las transacciones financieras, etc.) que irían a parar directamente a Bruselas. A corto plazo se podrían aumentar los recursos del Banco Europeo de Inversiones (BEI), dotándole de más agilidad para aprobar y desembolsar sus préstamos para que pueda tener un papel más activo como instrumento anticíclico.

Dicho esto, no es previsible pensar que a medio plazo los recursos gestionados por Bruselas aumentarán de una manera tan drástica para acercarse a un verdadero federalismo fiscal, al estilo alemán o americano. Entre tanto, es esencial asegurar los avances claros y firmes en la coordinación económica y en reformas clave que apuntalen la arquitectura institucional del euro, que es al fin y al cabo el mayor logro de la integración europea. Al mismo tiempo, la falta de un mayor federalismo fiscal europeo no significa que en la UE no haya mecanismos de solidaridad económica, que se deben y pueden potenciar especialmente entre los miembros de la UEM. Por ejemplo, los fondos de cohesión o los fondos estructurales representan volúmenes financieros importantes hacia los países o las regiones menos avanzadas. En este

sentido, se plantea a continuación un nuevo instrumento que sin incumplir la letra y el espíritu del Tratado de la UE permitiría reforzar la solidaridad e integración fiscal entre los países del euro.

6.3 Establecimiento de una facilidad europea permanente de emisión de eurobonos

Como se ha señalado, la puesta en marcha de la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera (FEEF) fue un paso necesario para calmar a los mercados y establecer un mecanismo potente de asistencia financiera. Su creación fue una demostración de fuerza de los gobiernos del euro ante los ataques de los mercados, que deja claro que están dispuestos a llegar hasta donde haga falta para lograr la estabilidad de la moneda única. La FEEF puede movilizar ingentes cantidades de recursos para asistir a Grecia o cualquier otro país en dificultades, pero en realidad los gobiernos confían en su capacidad disuasoria frente a los mercados de forma que en realidad nunca tengan que recurrir a su financiación.

Ahora bien, la FEEF se ha creado con un horizonte temporal de sólo tres años y un mandato restrictivo de intervención en circunstancias excepcionales, lo que limita evidentemente el alcance de sus operaciones. Una alternativa a medio plazo sería la transformación de la FEEF, al expirar su mandato, en una facilidad financiera permanente de financiación de los países de la Eurozona, una Facilidad de Eurobonos. Una propuesta de financiación similar ha sido lanzada recientemente por diversos expertos¹². Dicho mecanismo, que actuaría como una suerte de fondo monetario europeo, permitiría a los países obtener financiación regular garantizada por los países del euro a un precio inferior al de mercado y hasta un límite máximo que podría ser del 60% del PIB, lo cual estaría alineado con el criterio de deuda del PEC. Las necesidades superiores de financiación tendrían que ser cubiertas por los países acudiendo a los mercados de manera individual, sin la garantía que proporcionaría la Facilidad y, por consiguiente, a un precio superior. De esta manera, la nueva facilidad de eurobonos sería un potente incentivo de disciplina fiscal basado en el mercado, pues los países tratarían de no superar sus necesidades de endeudamiento por encima de los recursos facilitados por la Facilidad de Eurobonos, pues conllevaría una penalización importante. En circunstancias excepcionales, la nueva Facilidad podría proveer financiación a los

12 Para una explicación más detallada de los principios y operativa de la propuesta de Facilidad de Eurobonos se puede consultar: Jones, Erik (2010), A market alternative to fiscal discipline in Europe: a proposal for a Eurobond Facility. Memorandum Opex No. 147, Fundación Alternativas.

países en dificultades por encima de los límites ordinarios establecidos, sujeta a estrictas condicionalidades en línea con las reglas actuales. Así la Facilidad tendría un doble papel: a) serviría como mecanismo de rescate para tiempos de crisis; y b) al mismo tiempo sería una entidad de la UE de financiación pública que reforzaría los mecanismos de solidaridad entre países que comparten una misma moneda, compensando parcialmente el actual desequilibrio existente en la Unión Monetaria entre política monetaria y política fiscal.

6.4 Creación de un mecanismo europeo de reestructuración de deuda soberana

Es necesario abordar de una manera realista el enorme endeudamiento que sufre la economía griega y que lastra de una manera brutal sus posibilidades de recuperación y crecimiento. Como hemos visto, una suspensión de pagos unilateral y desordenada por parte de Grecia sería una catástrofe financiera para la UE. Una solución más conveniente sería la creación de un mecanismo europeo de reestructuración de deuda, encaminado no necesariamente a una quita del valor nominal, sino fundamentalmente hacia un aplazamiento y rebaja de intereses que ayudara a la economía griega a volver a tasas de crecimiento positivas, generando ingresos que le permitan a su vez pagar sus deudas. Se trata, en definitiva, de establecer un marco de negociación similar a un concurso de acreedores para una empresa privada, pero a nivel país. Una propuesta parecida, el Mecanismo de Reestructuración de Deuda Soberana, ya fue planteada por el FMI y ampliamente debatida a nivel internacional en 2003, como respuesta a la crisis argentina. En aquella ocasión, la oposición de algunos países en desarrollo y del sector financiero americano impidió su aprobación. El momento parece propicio en la UE para impulsar un mecanismo similar a nivel europeo. Dicho mecanismo podría ser gestionado por la nueva Facilidad de Eurobonos propuesta anteriormente. Los detractores de este mecanismo esgrimen que el simple debate sobre la reestructuración de la deuda griega alimenta las expectativas y especulación de los mercados, acelerando la degradación de las cuentas griegas. Sin embargo, el riesgo de suspensión de pagos de ese país seguirá siendo muy elevado durante un buen tiempo, por lo que una reestructuración ordenada de las deudas surge como la solución más razonable para ayudar a este país y para la estabilidad futura del euro.

7. Conclusiones

Durante su primera década, la Unión Monetaria Europea navegó sin demasiadas dificultades en un contexto de crecimiento y estabilidad económica. La situación cambió con la crisis griega que, surgida de la estela de la crisis financiera internacional comenzada en 2007, ha puesto seriamente a prueba los engranajes de gobierno del euro, que han quedado dañados y su credibilidad cuestionada. Los gobiernos de la Eurozona tardaron en reaccionar, pero finalmente han adoptado medidas extraordinarias de estabilización algo más acordes con la gravedad de la situación. Poco después han iniciado un camino, marcando líneas de reformas necesarias para consolidar y reforzar la arquitectura institucional del euro.

En los próximos meses, los países de la zona euro se enfrentan a la alternativa entre una profundización de la cooperación europea y la renuncia al euro. En palabras del gobernador del BCE, Jean Claude Trichet, no se trata de la “vigilancia recíproca de las políticas económicas”, sino de una actuación común, de desarrollar una política común a través o con la coordinación de las instituciones europeas. En realidad podría ser mucho más que eso, pues las reformas que se plantean y otras que les seguirán, si se aplican con un verdadero sentido federalista europeo, implicarán un cambio de paradigma en la construcción europea hacia un modelo de integración más estrecho y solidario. Existe, sin embargo, el riesgo de que una ligera mejora de la situación económica internacional y de Grecia diluya el ímpetu reformador que desde mayo han mostrado los gobiernos de la Eurozona y volvamos a una nueva renacionalización de la política. Esto sería un grave error, pues como ha señalado Habermas refiriéndose a la actitud de la Sra. Merkel respecto a la crisis griega, “en un mundo globalizado todos deben aprender a incorporar a la propia perspectiva, la de los otros, en vez de retraerse a la mezcla

El futuro de la Unión Económica y Monetaria Europea: ¿qué ha fallado y qué reformas se requieren?

egocéntrica de esteticismo y optimización del beneficio”. En el euro se decide el destino de Europa; es, pues, momento de que sus líderes actúen con la visión política necesaria para garantizar su estabilidad futura.

8. Bibliografía

- Baldwin, Richard, Daniel Gross y Luc Laeven, edits. (2010), *Completing the Eurozone Rescue: What more needs to be done?* Center for European Policy Reform.
- Blanchard Olivier y Gian Maria Milesi-Ferretti (2009), *Global Imbalances: in Midstream?* IMF Staff Position Note, December 22, 2009. SPN/09/29.
- De Grauwe, Paul y Daniel Gros (2009), *Accountability and transparency in central banking. A study to the European Parliament, Policy Department, Economic and Scientific Policy.* <http://www.europarl.europa.eu/activities/committees/studies>
- Eijffinger, Sylvester (2009), *Adjustments to the Accountability and Transparency of the European Central Bank.* This document was requested by the European Parliament's Committee on Economic and Monetary Affairs.
- European Commission (2008), *EMU@10 Successes and challenges after 10 years of Economic and Monetary Union.* Directorate General for Economic and Financial Affairs. Brussels.
- European Commission (2010a), *Surveillance of Intra-Euro-Area Competitiveness and Imbalances.* Economic and Financial Affairs Directorate General. Brussels.
- European Commission (2010b), *Communication from the Commission: Enhancing economic policy coordination for stability, growth and jobs. Tools for stronger EU economic governance.* Brussels, 7.7.2010
- European Commission (2010c), *Communication from the Commission: Reinforcing economic policy coordination.* Brussels, 12.5.2010. COM (250) final.
- European Council Conclusions: EUCO 13/10. Brussels 17 June, 2010.
- European Council, *The President: Communiqué from Herman Van Rompuy, following the meeting of the Task force on economic governance.* Brussels, 12 July 2010.

El futuro de la Unión Económica y Monetaria Europea: ¿qué ha fallado y qué reformas se requieren?

- Fernández de Lis, Santiago y Ontiveros, E., La Crisis del Euro. Memorando Opex N° 139/2010. Fundación Alternativas, Madrid.
- Habermas, Jürgen, En el euro se decide el destino de la UE. *El País*. 23 de mayo de 2010
- Jones, Erik, A Market Alternative to Fiscal Discipline in Europe; A Proposal for a Eurobond Facility, Memorando Opex No 147/2010. Fundación Alternativas.
- Lapavitsas, C., Kalterbrunner, A., Lindo, D., Michell, J. *et al*, Eurozone crisis: Beggar Thyself and Thy Neighbour. RMF occasional report. Research on Money and Finance. March 2010. www.researchmoneyandfinance.org
- De Larosière Group Report (2009), Report from the High Level Group on Financial Supervision in the EU chaired by Jacques de Larosière. Brussels.
- Marzinotto, Benedicta, Pisani-Ferry, Jean and Sapir, André, Two crisis, two responses. Bruegel Policy Brief. 2010/01. March 2010.
- Papadimitriou, Dimitri B., L. y Yeva Nersisyan (2010), Endgame for the Euro? Without Major Restructuring, the Eurozone is Doomed. Public Policy Brief, No 113, 2010. Levy Economics Institute of Bard College.
- Pisani-Ferri, Jean y Van Pottelsberghe, B. (2009), Handle with care!, post crisis growth in the EU. Bruegel Policy Brief. Issue 2009/02. Brussels. April, 2009.
- Pisani-Ferri, Jean y Von Weizsäcker, Jakob (2009b), Can a less boring ECB remain accountable?. Brugel Policy Contribution, Issue 2009/11. September 2009.
- Pisani-Ferri, Jean (2010), Euro area governance: What went wrong with the Euro and how to repair it? Bruegel Policy Brief. Issue 2010/05. June 2010.
- Real Instituto Elcano (2010), El euro al rescate de Europa. Editorial Marcial Pons. Madrid, 2010.
- Ruiz Devesa, Doménech (2010), El mecanismo europeo de estabilización: ¿hacia un Fondo Monetario europeo? Memorando Opex, N° 141/2010. Fundación Alternativas.
- Vegara, David y García, Gonzalo (2009), La supervisión financiera en la Unión Europea, en La reforma de la arquitectura financiera internacional. José Antonio Alonso, Santiago Fernández de Lis y Federico Steinberg (coordinadores). AFI, ICO, ICEI y Real Instituto Elcano, 2009.
- Von Hagen, Jürgen, Pisani-Ferry, Jean and Von Weizsäcker, Jakob, A European Exit Strategy. Bruegel Policy Brief. Issue 2009/05. October 2009.

Índice de Gráficos y Tablas

Gráficos

Gráfico 1. Eurozona. Tasas de crecimiento anual	10
Gráfico 2. Eurozona. Inflación media anual	10
Gráfico 3. Evolución de las balanzas por cuenta corriente	12
Gráfico 4. Evolución de los costes laborales unitarios (2000-2008). Tasa de crecimiento anual	13
Gráfico 5. Evolución de los diferenciales de deuda pública frente a Alemania (plazo: 10 años)	15

Tablas

Tabla 1. Evolución de las balanzas por cuenta corriente en determinados países de la Eurozona	11
Tabla 2. Deuda pública griega en manos de instituciones financieras de la Eurozona	15
Tabla 3. Exposición de los bancos a la deuda griega, por país y sector (2009/4º trimestre)	16

Documentos publicados

- 1/2006. **Propuestas para la cohesión social euro-latinoamericana.** Federico Steinberg, con la colaboración de Nicolás Sartorius y de Vicente Palacio.
- 2/2006. **Perspectivas de futuro del Convenio de Defensa España-EE UU.** Inmaculada C. Marrero Rocha.
- 3/2006. **El papel de la comunidad de inteligencia en la toma de decisiones de la política exterior y de seguridad de España.** Antonio M. Díaz Fernández.
- 4/2006. **Iniciativa española para una Red Transatlántica de Conocimiento. Una propuesta para el acercamiento de Estados Unidos al sistema educativo y científico de la Unión Europea.** Ignacio Molina y Vicente Palacio.
- 5/2007. **España en el actual contexto económico de América Latina: una política exterior coordinada con la Unión Europea y Estados Unidos.** Miguel Solana.
- 6/2007. **Políticas de reforma fiscal en América Latina desde la perspectiva española. Propuestas para Perú y México.** Domingo Carbajo Vasco.
- 7/2007. **La reforma de la carrera militar en España.** Panel de Expertos de Relaciones Transatlánticas y de Seguridad.
- 8/2007. **Política exterior y transparencia informativa.** Juan Luis Manfredi Sánchez.
- 9/2007. **La nueva Asia Central en el contexto internacional.** Nicolás de Pedro y Juan de Luis.
- 10/2007. **La acción internacional de las comunidades autónomas y su participación en la política exterior española.** César Colino.
- 11/2007. **Hacia una nueva cultura de la defensa en España.** Inmaculada C. Marrero Rocha.
- 12/2007. **Los fondos de cohesión como instrumentos de cooperación al desarrollo en América Latina.** Juan de Dios Izquierdo Collado y Rubén Darío Torres Kumbrian.
- 13/2007. **Cooperación en materia de enseñanza/formación militar entre España y los Estados de Iberoamérica.** Javier Chinchón Álvarez.
- 14/2007. **¿Es importante Mongolia para España? Geostrategia y mercado.** Yolanda Fernández Lommen.
- 15/2007. **China en Latinoamérica: oportunidades y retos para España.** Mario Esteban Rodríguez y Javier Santiso Guimaras.
- 16/2007. **La viabilidad del Mercosur. Escenarios y prioridades para España.** José Manuel García de la Cruz, Daniel Gayo Lafée y Ángeles Sánchez Díez.
- 17/2007. **Una hoja de ruta para la defensa europea.** José Enrique de Ayala y Marín.
- 18/2008. **¿Cómo fomentar la inversión asiática en España?** Ana María Goy Yamamoto y Amadeo Navarro Zapata.
- 19/2008. **Los acuerdos de asociación económica (EPA) de la Unión Europea con África Subsahariana.** Ainhoa Marín Egoscozabal.
- 20/2008. **Coordinación entre el Gobierno central y las comunidades autónomas: asignatura pendiente de la cooperación española.** Angustias Hombrado Martos.
- 21/2008. **Los objetivos de España en su acción exterior.** Fundación Alternativas.
- 21*/2008. **The goals of Spain in its Foreign Action.** Fundación Alternativas.
- 22/2008. **Las alianzas para el desarrollo a través de una gestión para resultados: retos y oportunidades para la cooperación española.** Fernando Casado Cañeque.
- 23/2008. **Una nueva etapa en las relaciones entre España y la India.** Rubén Campos Palarea.
- 24/2008. **Las clases medias latinoamericanas y España: oportunidades y desafíos.** David Matesanz Gómez y Andrés Palma Irarrázabal.
- 25/2008. **España y el futuro constitucional de la UE.** Carlos Closa Montero.
- 26/2008. **Movimientos indígenas en América Latina: cinco estudios de casos.** Pilar Monreal Requena.
- 27/2008. **Relaciones bilaterales hispano-vietnamitas.** Antonio J. Peláez Tortosa.
- 28/2008. **Proceso de Barcelona: Unión por el Mediterráneo.** Eduard Soler i Lecha.
- 28*/2008. **Barcelona Process: Union for the Mediterranean.** Eduard Soler i Lecha.
- 29/2008. **Cooperación al desarrollo y Estados frágiles. Propuestas estratégicas para la presencia activa de España en el África Subsahariana.** José Manuel Albares.
- 30/2008. **El papel de las Fuerzas Armadas en misiones humanitarias de respuesta a catástrofes en el exterior.** Borja Lasheras.
- 31/2008. **Informe-País: Nigeria ¿Por qué es importante la estabilidad de Nigeria para España?** Panel África Subsahariana de Opex.
- 32/2008. **La regulación del pañuelo islámico en el espacio público español. Alternativas a legislar.** Eva Francés Bruno.
- 33/2008. **Protección civil y fuerzas armadas: la unidad militar de emergencias.** María Gómez Escarda y Enrique Vega Fernández.

- 34/2008. **Los biocombustibles en el marco de la crisis alimentaria, energética y ambiental. Reflexiones y propuestas para España.** José Luis Vivero Pol y Carmen Porras Gómez.
- 35/2008. **Integración económica en Centroamérica: retos, oportunidades y escenarios para España.** Fernando Rueda Junquera y Diego Sánchez Ancochea.
- 36/2009. **El Plan África y las relaciones comerciales y de inversión entre España y el África Subsahariana en el contexto de los EPA.** Ainhoa Marín Egoscozabal (Dir.), Carmen Lafuente Ibáñez y Patricia Garrido Llamas.
- 37/2009. **La Cooperación Estructurada Permanente: propuestas para España.** Xira Ruiz Campillo y Francisco Salvador Barroso Cortés.
- 38/2009. **A Future Agenda for the European Security and Defence Policy (ESDP).** Borja Lasheras, Enrique Ayala, Jean-Pierre Maulny, Fabio Libertí, Christos Katsioulis y Sven Biscop.
- 39/2009. **Las relaciones de Rusia con la Unión Europea: desafíos y propuestas.** Javier Morales Hernández.
- 40/2009. **La reforma de la PAC y la agricultura española: alternativas y oportunidades para España.** Raúl Compés López y José María García Álvarez-Coque.
- 41/2009. **Las capacidades civiles y militares de la UE: estado de la cuestión y propuestas de cara a la Presidencia Española 2010.** Cristina Churruca Muguruza y Beatriz Pérez de las Heras.
- 42/2009. **Las medidas de apoyo a las familias de los militares desplegados en misiones internacionales.** María Gómez Escarda.
- 43/2009. **Realidades y espejismos del “Socialismo del siglo XXI” en Venezuela.** Manuel Hidalgo Trenado.
- 44/2009. **La Presidencia Española de la Unión Europea ante la Conferencia de Examen del Tratado de No Proliferación de Armas Nucleares de 2010.** Inmaculada Marrero Rocha.
- 45/2010. **México: quince años del TLCAN. 1994-2009: entre la crisis del efecto tequila y la crisis global.** Ciro Murayama.
- 46/2010. **El Servicio de Acción Exterior Europeo: Implicaciones para la Reforma del Servicio Diplomático Español.** Clara Portela.
- 47/2010. **Las consecuencias institucionales más relevantes de la ratificación del Tratado de Lisboa.** Cesáreo Gutiérrez Espada y María José Cervell Hortal.
- 48/2010. **Presidencia española de la Unión Europea 2010. Prioridades para el cambio climático y una economía baja en carbono.** Joaquín Nieto y Domingo Jiménez.
- 49/2010. **El Nuevo Concepto Estratégico de la OTAN: una aportación española.** Enrique Muñoz García y Antonio Ortiz.
- 50/2010. **Propuesta para un área eurolatinoamericana de comercio justo, fondos de convergencia y cohesión social.** Juan de Dios Izquierdo Collado, Rubén Darío Torres Kumbrián.
- 51/2010. **La cooperación multilateral española: de la retórica a una práctica de calidad.** María Fernández Carcedo y Carmen Sánchez-Miranda Gallego.
- 52/2010. **¿Es todavía viable un Estado palestino? Trabas y alternativas al proceso de paz.** Ignacio Álvarez-Ossorio.
- 53/2010. **Coordinación de la cooperación española al desarrollo entre el Gobierno central y las comunidades autónomas en la nueva legislatura: nuevas oportunidades y viejos retos.** Carlos Hernández Ferreiro y Angustias María Hombrado Martos.

