

# La Unión Económica y Monetaria europea y su evolución desde la crisis

## The Economic and Monetary Union and its evolution since the crisis

**Elena Flores**

Directora, Estrategia política y coordinación, Dirección General de Asuntos Económicos y Financieros, Comisión Europea. [Elena.Flores@ec.europa.eu](mailto:Elena.Flores@ec.europa.eu)

**Kees van Duin**

Asesor económico, Comisión Europea. [Cornelis.van-Duin@ec.europa.eu](mailto:Cornelis.van-Duin@ec.europa.eu)

**Resumen:** Este artículo ofrece una visión de conjunto del desarrollo económico de la zona euro desde el comienzo de la crisis, destacando las deficiencias subyacentes en la arquitectura de la UEM que dicha crisis ha revelado; examina la respuesta política a los desafíos que la crisis ha puesto en primer plano, hecho que pone en evidencia que esta respuesta política ha sido sustancial y ha contribuido a atenuar los efectos negativos inmediatos de la crisis y a reconstruir un marco de la UEM más sostenible; ofrece una visión de conjunto de los retos pendientes y, por último, presenta posibles vías políticas para poner en práctica en el próximo período a fin de avanzar hacia una profunda y auténtica UEM.

**Palabras clave:** desequilibrios macroeconómicos, gobernanza económica, crecimiento, zona euro

**Abstract:** This article offers an overview of the eurozone's economic development since the beginning of the crisis, highlighting the underlying deficiencies in the architecture of the EMU that the crisis revealed. It examines the political response to the challenges that the crisis has brought to the fore, showing that this political response has been substantial and has contributed to attenuating the immediate negative effects of the crisis and to reconstructing a more sustainable framework for the EMU. It offers an overall picture of the challenges that remain and, lastly, presents possible political avenues to be taken in the near future with the goal of moving towards a strong authentic EMU.

**Key words:** macroeconomic imbalances, economic governance, growth, eurozone

*Los puntos de vista expresados en este artículo son propios de los autores y no reflejan necesariamente los de la Comisión Europea y/o el Ministerio holandés de Asuntos Económicos.*

La zona euro ha experimentado en los últimos años la peor crisis desde su creación; una circunstancia que ha tenido profundas consecuencias tanto en la zona económica del euro como en las normas y relaciones institucionales que caracterizan el sistema de la Unión Económica y Monetaria (UEM) de la UE. Para analizar esta evolución, este artículo ofrece, en primer lugar, una visión de conjunto del desarrollo económico de la zona euro desde el comienzo de la crisis, destacando las deficiencias subyacentes en la arquitectura de la UEM que dicha crisis ha revelado. En segundo lugar, examina la respuesta política a los desafíos que la crisis ha puesto en primer plano, hecho que pone en evidencia que esta respuesta política ha sido sustancial y ha contribuido notablemente a atenuar los efectos negativos inmediatos de la crisis y a reconstruir un marco de la UEM más sostenible. En tercer lugar, y mirando hacia el futuro, ofrece una visión de conjunto de los retos pendientes y, por último, presenta posibles vías políticas para poner en práctica en el próximo período a fin de avanzar hacia una profunda y auténtica UEM.

## La crisis y los puntos débiles de la UEM

El estallido de la crisis financiera en 2007-2008 tuvo un impacto importante sobre las economías de los estados miembros de la zona euro (Van Duin y Amtenbrink, en prensa). La explosión de la burbuja del sector inmobiliario en Estados Unidos se propagó rápidamente por todo el mundo, de modo que, tanto de forma directa a través de los efectos sobre los balances de empresas y familias como debido a una merma de la confianza entre los participantes en el mercado financiero, condujo a una sequía de los flujos financieros entre bancos y países. El golpe sufrido por el sector financiero llevó a un gran descenso de la financiación de la economía real y del ahorro. Al mismo tiempo, los desequilibrios macroeconómicos derivados de ello, como por ejemplo la acumulación de deuda privada y en el sector de la vivienda, comenzaron un rápido proceso de reversión, que puso de manifiesto una masiva asignación inadecuada de recursos. Por último, la crisis provocó una caída general del consumo y de la inversión relacionada con los efectos que esta tuvo sobre la confianza. En conjunto, esto provocó que el PIB de la zona euro cayera un 4,4% en 2009<sup>1</sup>. Aunque paulatinamente

---

1. Véase Eurostat.

<http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&init=1&plugin=1&language=en&pcod e=tec00115> [Fecha de consulta 28.07.2014].

los primeros signos de una recuperación asoman lentamente, la zona euro ha experimentado desde entonces una doble recesión y el crecimiento de los últimos años ha seguido siendo moderado.

La crisis ha pasado factura a todos los estados miembros y ha afectado a las finanzas públicas, sobre todo a través del uso necesario de los estabilizadores automáticos, de la creación de paquetes de estímulos<sup>2</sup> y de las intervenciones de estados miembros para salvaguardar el funcionamiento de los mercados financieros. La dimensión del golpe inicial y la evolución subsiguiente, sin embargo, han diferido marcadamente entre los estados miembros, reflejando las distintas características de sus economías. El tamaño del sector financiero, la apertura de la economía, las posiciones fiscales iniciales, así como la existencia de desequilibrios macroeconómicos con sus factores subyacentes, relacionados sobre todo con niveles de deuda privada, han resultado ser importantes variables explicativas en las economías de los estados miembros. Mientras los mercados despertaban repentinamente a los posibles riesgos del impago de los gobiernos, varios de los estados miembros de la zona euro más duramente golpeados afrontaron mayores dificultades a la hora de financiarse en los mercados. En el caso de algunos países, tales circunstancias se intensificaron en tal medida que, en última instancia, optaron por buscar ayuda financiera urgente. Grecia fue el primero de ellos, en mayo de 2010, debido en parte al descubrimiento de una manipulación a gran escala de sus estadísticas. El número de estados miembros necesitados de ayuda fue aumentando de forma constante hasta un punto en el que un total de cuatro estados, esto es, Grecia, Irlanda, Portugal y Chipre, se convirtieron en países dependientes de préstamos urgentes de otros estados miembros de la Unión. En el caso de España, aunque no perdió el acceso a los mercados, se encontró en una posición en la que necesitó solicitar ayuda específica urgente con el fin de apoyar su sector financiero<sup>3</sup>.

La evolución de la zona euro desde el inicio de la crisis puede atribuirse, al menos en parte, a la configuración original de la Unión Económica y Monetaria en

**La dimensión del golpe inicial de la crisis y la evolución subsiguiente han diferido marcadamente entre los estados miembros, reflejando las distintas características de sus economías.**

- 
2. Un ejemplo de tal acción coordinada fue el plan europeo de recuperación económica adoptado por el Consejo Europeo en diciembre de 2013 sobre la base de una propuesta de la Comisión. Véase Comisión Europea, «A European Economic Recovery Plan», COM (2008) 0800.
  3. En verano de 2014, tanto España como Irlanda y Portugal han salido de estos programas de ayuda urgente y han vuelto al mercado financiero.

los años noventa del siglo xx, tal como se estableció en el Tratado de Maastricht (1992). Este sistema se había basado en los siguientes términos: la cláusula de «no corresponsabilidad financiera», en el caso de los estados miembros de la zona euro; la adopción de decisiones de ámbito nacional sobre cuestiones presupuestarias dentro de los límites del Pacto de Estabilidad y Crecimiento<sup>4</sup>; y el suave y acompasado proceso de presión de los socios y aprendizaje de políticas en el área económica, sobre todo en el contexto de la Estrategia de Lisboa<sup>5</sup>. Además, la regulación, supervisión y resolución financieras en el mercado (financiero) interno se habían mantenido mayoritariamente organizadas a nivel nacional, circunstancia que se demostró insuficiente para impedir que la zona económica del euro desarrollara una serie de características susceptibles de agravar el impacto de la crisis. La moneda común había conducido a una convergencia de los tipos de interés en los estados miembros de la zona euro, de tal forma que los mercados se encontraban insuficientemente diferenciados sobre la base de los principios económicos y presupuestarios. En el caso de los estados miembros de la periferia, esto significó un tipo real de interés significativamente inferior a la situación anterior a la pertenencia a la zona euro, circunstancia que alentó el préstamo tanto por el sector público como por el privado, así como una rápida acumulación de la deuda asociada. De hecho, al propio sector financiero le resultó más fácil prestar dinero en el mercado de capital, lo que dio lugar a asumir mayores riesgos con el objetivo de aumentar el beneficio. En conjunto, mientras el flujo de crédito barato a la economía financiaba el crecimiento, se moderaba la necesidad de mejorar los principios y condiciones económicas subyacentes mediante la puesta en práctica de reformas estructurales. De este modo, el sistema de la UEM, en general, proporcionó incentivos insuficientes para que los estados miembros se pudieran adaptar a los requisitos que implica compartir una moneda común, la necesidad de los cuales aparece claramente cuando se observan los diversos elementos por separado:

En primer lugar, la excesiva acumulación de deuda pública y la aparición asociada de riesgos para la sostenibilidad de las finanzas públicas fueron posibles porque el Pacto de Estabilidad y Crecimiento se observó de modo insuficiente y resultó ser incompleto a la hora de captar adecuadamente todos

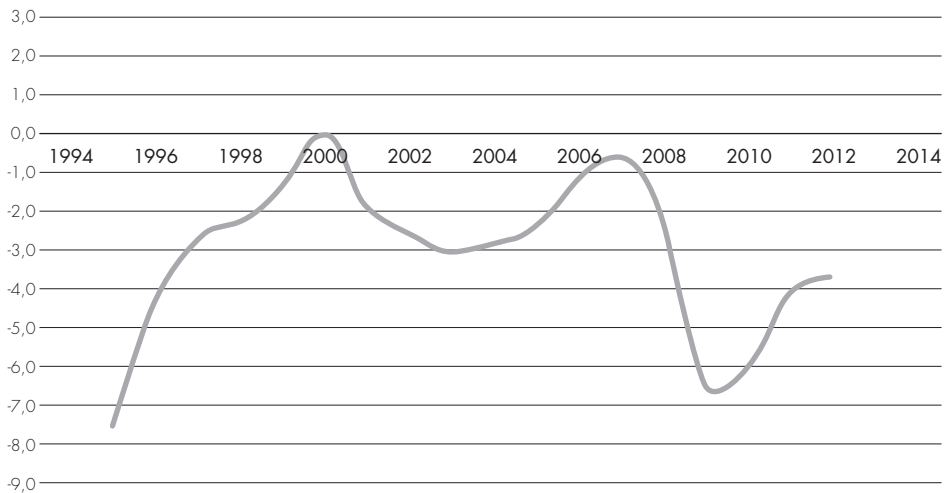
---

4. Reglamento (CE) n° 1466/97 del Consejo relativo al reforzamiento de la supervisión de las situaciones presupuestarias y a la supervisión y coordinación de las políticas económicas, OJ 1997 L 209/1; Reglamento (CE) n° 1467/97 del Consejo, de 7 de julio de 1997, relativo a la aceleración y clarificación del procedimiento de déficit excesivo OJ 1997 L 209/6.

5. Véanse las Conclusiones del Consejo Europeo, 23/24 de marzo de 2000.

los elementos de unas finanzas públicas sostenibles<sup>6</sup>. Asimismo, dos pilares básicos del sistema, concretamente los marcos fiscales nacionales y la recogida independiente de datos estadísticos, demostraron en algunos casos no estar a la altura de lo exigido. El Pacto de Estabilidad y Crecimiento había sido concebido para garantizar que los países persiguiesen una situación presupuestaria estable y sostenible aprovechando coyunturas económicas favorables para crear un colchón fiscal con vistas a épocas más desfavorables. Y ello no funcionó como debiera haberlo hecho, como lo ilustran los persistentes déficits generales de la zona euro indicados en la figura 1. Además, el 60% de la deuda, como porcentaje del PIB como criterio de referencia para el nivel máximo de deuda pública, nunca se utilizó para exigir medidas de corrección del déficit. Esto dio lugar a que numerosos estados miembros quedaran ya con un margen fiscal muy limitado al inicio mismo de la crisis.

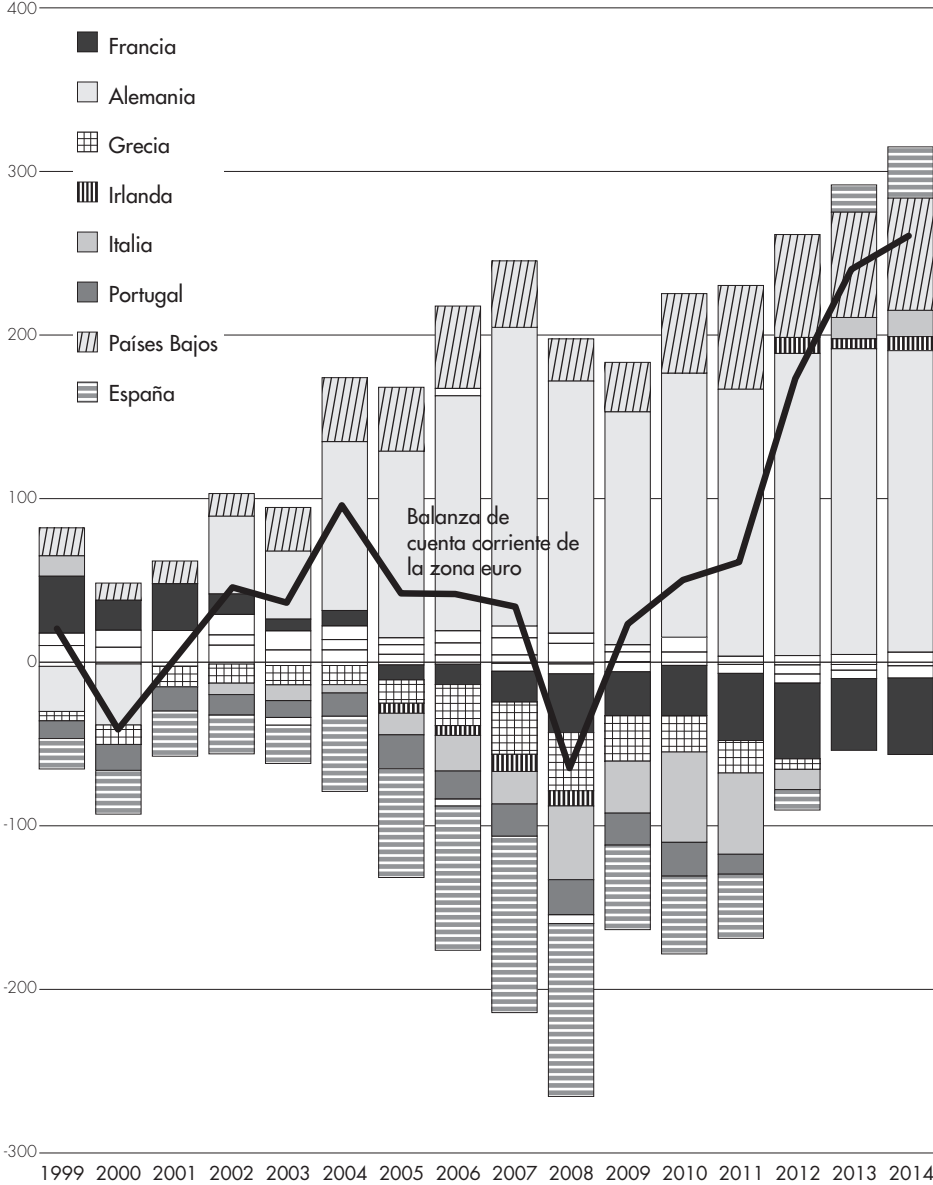
Figura 1. Déficit general gubernamental de la zona euro (% del PIB)



Fuente: Eurostat.

6. Por ejemplo, el Pacto de Estabilidad y Crecimiento no captó los ingresos cíclicos adecuadamente.

Figura 2. Balanza por cuenta corriente en la zona euro (miles de millones de euros)



Fuente: European Commission-DG ECFIN, 2014b.

En segundo lugar, en el seno de la unión monetaria se impuso una carga considerable sobre la evolución económica real, de modo que los estados miembros fueran capaces de ajustarse a las perturbaciones macroeconómicas y garantizar la competitividad. Sin embargo, los estados miembros no pusieron en práctica suficientemente las necesarias reformas estructurales para mejorar el funcionamiento y la flexibilidad de los mercados de trabajo y productos manufacturados. Ello condujo a una diferencia en términos de competitividad entre los estados miembros, tal como queda ilustrado por la creciente diferencia entre economías con déficits y superávits por cuenta corriente según la figura 2. Esta característica ha contribuido durante la crisis a una vulnerabilidad de los países con déficit por cuenta corriente; es decir, los estados miembros dependientes de la financiación exterior, ya que estos experimentaron los efectos de una repentina interrupción de la financiación al tiempo que eran incapaces de reasignar rápidamente factores de producción hacia sectores más competitivos. Esta falta de aplicación de las reformas estructurales esenciales para mejorar los principios económicos fundamentales ejemplifica tanto los incentivos insuficientes de la Unión Europea como la falta de alcance y enfoque del sistema de gobernanza económica existente, centrado en las medidas fiscales con mucha menor atención al resto de la economía y, por tanto, construido sobre desequilibrios macroeconómicos que no fueron detectados, de modo que la corrección de las políticas no fue puesta en práctica a tiempo.

Por último, la delimitación, en un plano nacional, de las cuestiones relativas a la regulación, supervisión y resolución del sector financiero no encajó bien con el hecho de que las actividades de este sector cada vez más tengan lugar de forma transfronteriza y paneuropea, lo que ha dado lugar al surgimiento de dificultades durante la crisis financiera. Allí donde los efectos de un rápido contagio debido a la amplia interconectividad entre sectores financieros nacionales han necesitado una forma de proceder inmediata, integral y coordinada, esto solo ha sido posible de forma limitada. Por ejemplo, las normas de capital para las instituciones financieras demostraron ser demasiado bajas y diferenciadas; la supervisión nacional pudo dar lugar a la reserva de fondos y, con ello, a la fragmentación de los activos a escala transfronteriza; y la cooperación entre las autoridades nacionales de supervisión y resolución, factor necesario para poner de acuerdo a las instituciones financieras transfronterizas, ha resultado ser a menudo altamente compleja. Además, la crisis ha puesto de relieve una amplia interconectividad entre los sectores financieros nacionales y los gobiernos de los estados miembros: por una parte, los gobiernos se vieron obligados con frecuencia a acudir al rescate de instituciones financieras a fin de sostener al sistema financiero; por otra parte, se comprobó que los sectores financieros nacionales en algunos casos habían invertido intensamente en bonos del Estado, cuya evolución contribuyó a la posición de sus propios balances.

En varios estados miembros, tal circunstancia dio lugar a un círculo vicioso entre sectores financieros y gobiernos en dificultades.

## **Subsanar las deficiencias; el trabajo sobre la UEM 2.0**

Con una crisis que pasó de ser financiera a económica hasta convertirse en una crisis de deuda soberana, y con unas deficiencias cada vez más evidentes como se ha explicado anteriormente, se puso en marcha un ejercicio a gran escala para revisar el sistema inicial de la UEM. Esto ha supuesto la mejora del funcionamiento de sus

**En una coyuntura en que los efectos de contagio amenazaban la existencia de la zona euro, se puso en marcha un ejercicio a gran escala para revisar el sistema de la UEM.**

instrumentos ya establecidos, a fin de subsanar los puntos débiles del sistema de gobernanza allí donde se detectaron, y emprender una acción concertada en el área de la consolidación presupuestaria y de las reformas estructurales para restablecer principios económi-

cos sólidos. En una coyuntura en que los efectos de contagio amenazaban la misma existencia de la zona euro en su conjunto, el ejercicio en cuestión se tuvo que llevar a cabo con urgencia. Si, por una parte, esto provocó que se adoptaran decisiones bajo una enorme presión de tiempo, hecho que produjo cierto grado de improvisación; por otra, sin embargo, facilitó la adopción de acciones necesarias en el marco de un calendario y en una medida que hubiese sido considerada imposible tan solo unos años antes. Este escenario se aprecia con claridad cuando se observan por separado los diversos elementos que han conformado la respuesta a la crisis en la UE.

La necesidad de disponer de instrumentos adicionales de gestión de la crisis se convirtió ya en una urgencia en 2009/2010, ante la incapacidad del Gobierno griego de financiarse en el mercado. Esta situación era una novedad en la UEM y, por lo tanto, no podía abordarse en un *modus operandi* preexistente. Utilizando al máximo las posibilidades disponibles, el primer paquete de emergencia griega, eludiendo el contexto institucional de la UE en su conjunto, se basó en préstamos bilaterales ad hoc de otros estados miembros. Estos préstamos debían proporcionarse bajo la condición del cumplimiento por parte de las autoridades griegas de una serie de acciones en el ámbito de las reformas estructurales de carácter presupuestario y económico, lo que facilitaría el restablecimiento de principios sólidos y, con ello, el retorno griego a los mercados. Estas acciones se establecieron en un memorándum de entendimiento (MoU,



por sus siglas en inglés), cuyo control y vigilancia se puso en manos de lo que se conoció como la «troika», formada por la Comisión Europea, el Banco Central Europeo (BCE) y el Fondo Monetario Internacional (FMI).

Esta solución ad hoc, sin embargo, solo generó confianza, y hasta cierto punto, en la estabilidad de la UEM, y subrayó la necesidad urgente de un sistema más predecible y transparente para estos ejercicios de financiación de emergencia. En respuesta a estos acontecimientos, en mayo de 2010 se creó el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF), como empresa privada (sociedad anónima) y bajo la legislación de Luxemburgo, en paralelo con el Mecanismo Europeo de Estabilidad Financiera (MEEF), creado en virtud del artículo 122 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (TFUE). Dichos recursos, conjuntamente, se utilizaron para los paquetes crediticios de urgencia para Irlanda y Portugal, y para un segundo paquete para Grecia<sup>7</sup>. Dentro de las nuevas medidas para avanzar hacia un sistema más estable y transparente, el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera, creado para expirar en 2013, fue sustituido por el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE), un instrumento permanente de ayuda urgente que entró en vigor en septiembre de 2012. El MEDE se ha utilizado en los paquetes de préstamos de urgencia concedidos a España y Chipre<sup>8</sup>. Los tres mecanismos se basaban en el mismo sistema de control y supervisión del programa griego inicial. La coherencia de este sistema con las normas vigentes de la UE para la vigilancia multilateral fue posteriormente garantizada por uno de los dos reglamentos que comprenden el denominado «paquete de dos medidas» (*two pack*) que entró en vigor en mayo del 2013 y que instauró las disposiciones comunes de establecimiento, vigilancia y supervisión de los programas de ayuda<sup>9</sup>. Por último, el BCE, actuando de forma independiente dentro de su propio mandato establecido en los tratados de la UE, se sumó a estas acciones de gestión de crisis a escala de la UE de diferentes maneras. Cabe aducir en este punto ejemplos notables como el Programa del Mercado de Valores (SMP, por sus siglas en inglés), creado en mayo de 2010, que permitió al BCE intervenir mediante la compra de los títulos que normalmente acepta como garantía en el mercado secundario; así como su sucesor, el Programa de Operaciones Mone-

7. Véase el Reglamento del Consejo 407/2010 que crea un Mecanismo Europeo de Estabilidad Financiera, OJ 2010, L118; acuerdo marco sobre el Mecanismo Europeo de Estabilidad Financiera (MEEF) y el Tratado que establece el Mecanismo de Estabilidad Financiera.

8. T/ESM/2012/en. European Commission-DG ECFIN, 2012 y 2013a.

9. Reglamento 472/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo del 21 de mayo de 2013 sobre el fortalecimiento de la supervisión económica y presupuestaria de los estados miembros de la zona euro que experimentan o se ven amenazados por serias dificultades con respecto a su estabilidad financiera.

tarias simples (OMT, por sus siglas en inglés), anunciado en agosto de 2012, que permite compras condicionales en los mercados secundarios de bonos del Gobierno, especialmente aquellos con vencimientos entre uno y tres años.

Junto a estas medidas de gestión de crisis, el sistema de gobernanza económica de la UE se renovó por completo. En primer lugar, ya a partir de 2011, los diversos componentes de la vigilancia económica y presupuestaria se integraron plenamente en el marco del llamado Semestre Europeo de la coordinación de la política económica, para asegurar la coherencia de las políticas de los distintos ámbitos políticos. Asimismo, los diversos componentes de la gobernanza económica fueron reforzados significativamente. La Comisión Europea publicó el 29 de septiembre de 2010 el llamado «paquete de seis medidas» (*six pack*), compuesto por propuestas legislativas destinadas a paliar ciertos puntos débiles existentes en la UEM. El paquete incluyó tres regulaciones dirigidas a reforzar el Pacto de Estabilidad y Crecimiento y, en particular, los puntos débiles identificados en el apartado anterior. La credibilidad del mecanismo sancionador aumentó mediante el establecimiento de posibilidades adicionales en forma de depósitos que (no) generan intereses, activados también previamente en el proceso en cuestión. El margen de maniobra de los estados miembros disminuyó debido al carácter más automático de la aplicación de la Pacto de Estabilidad y Crecimiento en forma de votación por mayoría cualificada inversa en el Consejo. Asimismo, el criterio de deuda fue puesto en práctica mediante la introducción de normas cuantificables para la reducción de deuda, generalmente obligando a los estados miembros con niveles de deuda superiores al 60% a disminuir tales niveles excesivos a razón de una veinteaava parte al año. El «paquete de seis medidas» incluyó también una directiva de requisitos mínimos para los marcos presupuestarios nacionales, a fin de reforzar su capacidad de asegurar unas finanzas públicas sostenibles a nivel nacional, la cual contiene normas sobre, por ejemplo, contabilidad y estadísticas, previsiones macroeconómicas y marcos presupuestarios a medio plazo. El paquete entró en vigor el 13 de diciembre de 2011<sup>10</sup>. Los marcos presupuestarios nacionales fueron nuevamente reforzados

---

10. Reglamento n.º 1177/2011 de 8 de noviembre de 2011 por el que se modifica el Reglamento (CE) n.º 1467/97, relativo a la aceleración y clarificación del procedimiento de déficit excesivo; Reglamento (UE) n.º 1175/2011 del Parlamento Europeo y del Consejo del 16 de noviembre de 2011 por el que se modifica el Reglamento del Consejo (CE) n.º 1466/97, relativo al refuerzo de la supervisión de las situaciones presupuestarias y a la supervisión y coordinación de las políticas económicas; Reglamento (UE) n.º 1173/2011 del Parlamento Europeo y el Consejo de 16 de noviembre de 2011 sobre la ejecución efectiva de la supervisión presupuestaria en la zona euro y Directiva del Consejo 2011/85/UE de 8 de noviembre de 2011 sobre los requisitos aplicables a los marcos presupuestarios de los estados miembros.

con la adopción del Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza (TSCG, por sus siglas en inglés), un tratado intergubernamental firmado el 2 de marzo de 2012 por 25 estados miembros (en aquel momento, todos excepto el Reino Unido y la República Checa), que entró en vigor el 1 de enero de 2013. El Tratado impuso más obligaciones a los estados miembros signatarios a fin de reforzar los marcos presupuestarios nacionales, sobre todo mediante la introducción obligatoria de una norma de equilibrio presupuestario en la legislación nacional, y añadió elementos adicionales de ejecución al Plan de Estabilidad y Crecimiento<sup>11</sup>. Por último, la segunda regulación del «paquete de dos medidas», que entró en vigor el 30 de mayo de 2013<sup>12</sup>, integró subsiguientemente algunos elementos del Tratado en el marco legal de la UE, entre los que destaca el requisito de presentación y debate *ex ante* sobre los planes presupuestarios por parte de los estados miembros de la zona euro a nivel de la UE en otoño de cada año.

Las dos regulaciones pendientes comprendidas en el «paquete de seis medidas» estaban destinadas a mitigar los puntos débiles de una aplicación insuficiente de las medidas de reforma para impedir los desequilibrios presupuestarios nocivos. Estas regulaciones, que también entraron en vigor en diciembre de 2011<sup>13</sup>, introdujeron un procedimiento oficial de control y supervisión de la UE en relación con los desequilibrios macroeconómicos. Algunos factores esenciales de este procedimiento son: un informe del mecanismo de alerta con amplios indicadores, estudios en profundidad y recomendaciones específicas de acción política para cada país, así como la posibilidad de someter a los estados miembros a un procedimiento por desequilibrio excesivo en caso de la existencia de desequilibrios graves, incluidos aquellos que ponen o podrían poner en peligro el adecuado funcionamiento de la UEM. Una vez sujetos al procedimiento por desequilibrios excesivos, los estados miembros de la zona euro deben presentar un plan de acción corrector dotado de reformas económicas y plazos concretos. Si este plan se considera insuficiente o no es puesto en práctica, el procedimiento puede dar lugar a la imposición de sanciones financieras en forma de depósitos sin devengar interés y multas.

---

11. Véase el Tratado sobre Estabilidad, Coordinación y Gobernanza: [http://www.consilium.europa.eu/media/1478399/07\\_-\\_tscg.en12.pdf](http://www.consilium.europa.eu/media/1478399/07_-_tscg.en12.pdf) [Fecha de consulta: 31.07.2014].

12. Reglamento (UE) del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de mayo de 2013 sobre disposiciones comunes para el seguimiento y la evaluación de los proyectos de planes presupuestarios y para la corrección del déficit excesivo de los estados miembros de la zona del euro.

13. Reglamento 1176/2011 del Parlamento Europeo y del Consejo de 16 de noviembre de 2011 relativo a la prevención y corrección de los desequilibrios macroeconómicos, OJ 2001, L 306/25; Reglamento 1174/2011 del Parlamento Europeo y del Consejo de 16 de noviembre de 2011 relativo a las medidas de ejecución destinadas a corregir los desequilibrios macroeconómicos excesivos en la zona euro.

Del mismo modo, se buscó intensamente mitigar los puntos débiles en relación con la organización de la regulación, supervisión y resolución financieras. En primer lugar, el Sistema Europeo de Supervisión Financiera fue revisado para mejorar la identificación inmediata de los riesgos relativos a la estabilidad financiera, con la introducción de tres nuevas autoridades europeas para la supervisión de las actividades financieras: la Autoridad Bancaria Europea (ABE), la Autoridad Europea de los Mercados de Valores (ESMA, por sus siglas en inglés) y la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación (EIOPA, por sus siglas en inglés)<sup>14</sup>. También se creó la Junta Europea de Riesgo Sistémico (ESRB, por sus siglas en inglés) para llevar a cabo la supervisión macroprudencial del sistema financiero a nivel de la UE<sup>15</sup>. Se reforzó y armonizó la regulación financiera con el desarrollo de un «único código normativo», con normas comunes *inter alia* en el área de requisitos de capital bancario, sistemas de garantía de depósitos e instrumentos de recuperación y resolución para bancos en crisis<sup>16</sup>. Por último, la Comisión, el 12 de septiembre de 2012, adoptó propuestas legislativas sobre un Mecanismo Único de Supervisión (SSM, por sus siglas en inglés) para los bancos. Dicho mecanismo fue consensuado en octubre de 2013<sup>17</sup> y designa al BCE como supervisor central de las instituciones financieras en la zona euro y en países de la UE que no están en la zona euro pero decidieron sumarse al citado mecanismo. Antes de que comience a estar operativo, a 4 noviembre de 2014, los bancos se han sometido a una revisión de calidad de sus activos y a una prueba de estrés para identificar cualquier

---

14. Reglamento (UE) n.º 1093/2010 del Parlamento Europeo y del Consejo de 24 de noviembre de 2010 por el que se crea una Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Bancaria Europea), se modifica la Decisión n.º 716/2009/CE y se deroga la Decisión de la Comisión 2009/79/CE de la Comisión, OJ 2010, L 331; Reglamento n.º 1095/2010 del Parlamento Europeo y del Consejo de 24 de noviembre de 2010 por el que se crea una Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Europea de Valores y Mercados), se modifica la Decisión n.º 716/2009/CE y se deroga la Decisión 2009/77/CE de la Comisión, OJ 2010, L 331.

15. Reglamento n.º 1092/2010 del Parlamento Europeo y del Consejo de 24 de noviembre de 2010 relativo a la supervisión macroprudencial del sistema financiero en la Unión Europea y por el que se crea una Junta Europea de Riesgo Sistémico, OJ 2010, L 331.

16. Véase [http://europa.eu/rapid/press-release-MEMO-14-57\\_en.htm#footnote-1](http://europa.eu/rapid/press-release-MEMO-14-57_en.htm#footnote-1) para una visión general de la legislación acordada y propuesta en esta área [Fecha de consulta: 31.07.2014].

17. Véase Reglamento (UE) n.º 1024/2013 del Consejo, de 15 de octubre de 2013, que encomienda al Banco Central Europeo tareas específicas respecto de políticas relacionadas con la supervisión prudencial de las entidades de crédito, y Reglamento (UE) n.º 1022/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo de 22 de octubre de 2013 que modifica el Reglamento (UE) n.º 1093/2010, por el que se crea una Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Bancaria Europea), en lo que se refiere a la atribución de funciones específicas al Banco Central Europeo en virtud del Reglamento (UE) n.º 1024/2013.

aspecto vulnerable pendiente. La propuesta de la Comisión para constituir tal Mecanismo Único de Supervisión fue publicada en julio de 2013<sup>18</sup> y acordada entre el Consejo y el Parlamento Europeo en abril de 2014<sup>19</sup>, con el establecimiento de un Fondo Único de Resolución mediante un tratado intergubernamental adjunto. Este Mecanismo Único de Resolución (SRM, por sus siglas en inglés) se aplicará a los bancos sujetos al Mecanismo Único de Supervisión. Si estos bancos quiebran, el mecanismo permitirá una efectiva resolución bancaria mediante una Junta Única de Resolución y un Fondo Único de Resolución, financiada por el sector bancario, contribuyendo con esto a romper el círculo vicioso entre bancos y deuda soberana. Se prevé que el Mecanismo Único de Supervisión entre en vigor el 1 de enero de 2015, mientras que las transferencias de la contribución bancaria al Fondo Único de Resolución se iniciarán a partir del 1 de enero de 2016.

Estas acciones para mejorar los aspectos de gobernanza institucional de la UEM se han visto reforzadas por una extraordinaria iniciativa para restablecer los principios económicos, incluyendo medidas hasta ahora inéditas de consolidación presupuestaria y reforma estructural por parte de los estados miembros. Tras la aplicación de medidas sustanciales de consolidación fiscal en la mayoría de estados miembros, la zona euro en conjunto ha pasado de un déficit público general del 6,4% en 2009 a un déficit del 3% en 2013, que se espera descienda aún más, hasta al 2,5%, en 2014 (European Commission-DG ECFIN, 2014a). Se espera que la deuda pública en la zona euro, que ha ido creciendo de forma constante desde el comienzo de la crisis, llegue a su punto culminante en 2014, hasta alcanzar el 96%, para disminuir a partir de ese momento. Tal evolución se refleja en la aplicación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, donde el número de estados miembros de la zona euro con déficit excesivo ha bajado a la mitad, de 16 a 8, en 2014. En el área de las reformas estructurales, también se han adoptado importantes medidas durante la crisis en la zona euro. En particular, el progreso en el área de la reforma del mercado laboral ha sido muy destacado, como puede apreciarse en la figura 3, con una mayor incidencia de los esfuerzos de reforma en los estados miembros más vulnerables. Esta aplicación de refor-

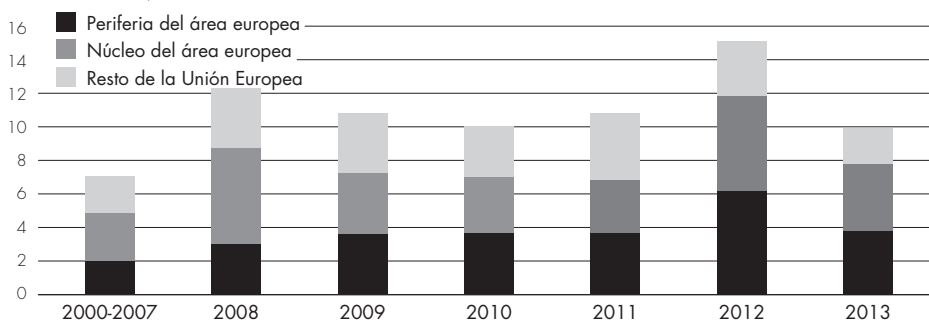
---

18. Propuesta de la Comisión de un Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo por el que se establecen normas uniformes y un procedimiento uniforme para la resolución de entidades de crédito y de determinadas empresas de servicios de inversión en el marco de un Mecanismo Único de Resolución y un Fondo Único de Resolución y se modifica el Reglamento 1093/2010 del Parlamento Europeo y del Consejo, COM (2013) 520 final.

19. Para el texto acordado, véase: <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?type=TA&language=EN&reference=P7-TA-2014-0341>

mas, a su vez, ha contribuido a progresivas mejoras de la competitividad en estos estados miembros vulnerables y a mejoras en el balance por cuenta corriente. Importantes ajustes han tenido lugar en los países de la periferia de la zona euro, que experimentaron elevados déficit por cuenta corriente antes del inicio de la crisis financiera. Estos países vulnerables, como grupo, registraron de hecho un superávit de alrededor del 1,3% de su PIB en 2013, porcentaje que se espera aumente al 2,0% en 2015. Gran parte de este ajuste no es cíclico y, por tanto, no se espera que se disipe cuando mejore la situación económica general (véase figura 2).

Figura 3. Reformas del mercado laboral (promedio de reformas adoptadas anualmente)



Periferia del área europea: Grecia, Italia, Irlanda, Portugal y España; núcleo del área europea: Austria, Bélgica, Finlandia, Francia, Alemania, Países Bajos y Eslovaquia; resto de la UE: República Checa, Dinamarca, Reino Unido, Suecia y Hungría.

Fuente: Servicios de la Comisión Europea, 2014.

Además, y ya antes de los resultados de las revisiones y pruebas de estrés de calidad de activos por parte del Banco Central Europeo, el sector financiero adoptó medidas dirigidas a alcanzar balances más sostenibles, así como un incremento de la solvencia y liquidez. En especial, la situación de capital de los bancos en la zona euro según el coeficiente de solvencia básico (Tier 1) mejoró en 2,4 puntos porcentuales entre 2011 y 2013, debido a disminuciones de los activos totales, cambios en ponderaciones medias del riesgo e incrementos de capital<sup>20</sup>.

20. Fuente: Banco Central Europeo, *SNL Financial*, 2014.

## La evolución de los desafíos en la zona euro

Al restablecer la sostenibilidad de la UEM, la acción combinada de las diversas áreas, tal como se ha presentado en el apartado anterior, empieza a rendir sus frutos. La Comisión Europea pronostica actualmente que el PIB de la zona euro crecerá un 1,2% y un 1,7% en 2014 y 2015, respectivamente (European Commission-DG ECFIN, 2014a). Sin embargo, cifras recientes han mostrado que la recuperación económica de esta zona, que comenzó en el segundo trimestre de 2013, no se está materializando como se esperaba, de manera que el crecimiento ha perdido ímpetu de forma notable en los tres mayores estados miembros de la UE. La recuperación sigue mostrando fragilidad y la naturaleza de los desafíos a los que se hace frente es cambiante. Muchos de los desafíos presentes ya no conciernen a la necesidad de establecer una credibilidad presupuestaria ante déficits descontrolados y una deuda pública en rápido crecimiento, ni de detener procesos negativos de retroalimentación entre la deuda soberana y el sector bancario, o a la urgencia de solucionar problemas de la economía real caracterizada por déficits insostenibles por cuenta corriente y pérdidas preocupantes en competitividad, creciente deuda privada y elevados precios de la vivienda; actualmente, la zona euro hace frente a desafíos de otra clase que, aunque con menos naturaleza de crisis, son igualmente abrumadores<sup>21</sup>.

**El proceso de reequilibrio de la economía de la zona euro dista de haber llegado a su fin en tanto permanece el legado de la deuda resultante de la crisis.**

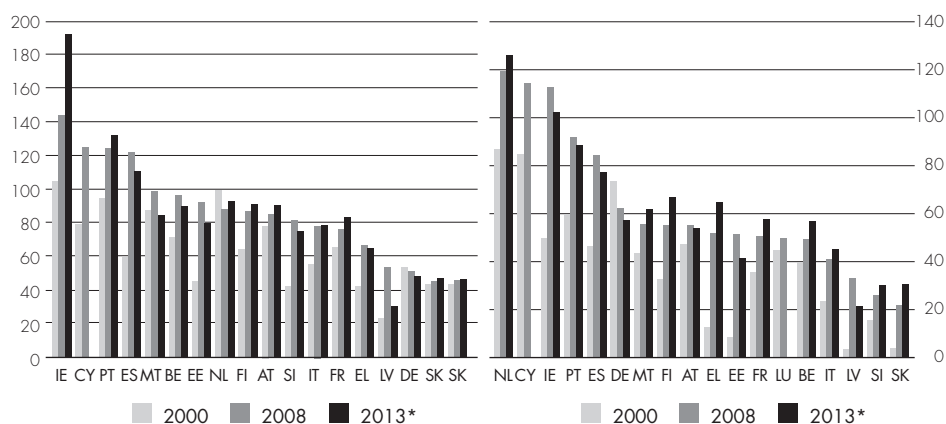
En primer lugar, el proceso de reequilibrio de la economía de la zona euro dista de haber llegado a su fin en tanto permanece el legado de la deuda resultante de la crisis. Situado a un 96% del PIB, el nivel de deuda pública en la zona euro permanece muy elevado, muy por encima del umbral del 60% que establece el Plan de Estabilidad y Crecimiento. Además, en muchos países de la zona euro queda mucha tarea por delante para completar el proceso de desapalancamiento en los sectores del consumo y empresarial, lo cual frena el consumo y la inversión (véase figura 4). Más concretamente, los saldos de deuda *externa* son aún muy elevados en la mayoría de estados miembros vulnerables. Para reducir más los niveles de endeudamiento externo, las me-

---

21. Véase Comisión Europea «Evaluación del Programa Nacional de Reformas de 2014 y de los programas de estabilidad para la zona euro», SWD (2014) 401 final (en línea); [http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/csr2014/swd2014\\_euroarea\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/csr2014/swd2014_euroarea_en.pdf)

poradas balanzas por cuenta corriente en estos estados miembros deben mantenerse en el futuro. Asimismo, el proceso de reequilibrio de la zona euro ha sido asimétrico y de limitado progreso en los estados miembros con superávit de cuenta corriente. Ello ha dado lugar a que la cuenta corriente de la zona euro se desplace a un superávit de alrededor del 2,2% en 2013, que se espera permanezca aproximadamente a este nivel en 2014 y 2015 (véase figura 2). Esta evolución plantea dos riesgos: por un lado, la falta de ajuste en los superávits por cuenta corriente que, a su vez, puede frenar el potencial de crecimiento de la UE; por otro lado, el creciente superávit por cuenta corriente puede contribuir a una apreciación del euro que puede dificultar que los países vulnerables progresen para recuperar competitividad.

Figura 4. Endeudamiento del sector privado; entidades no financieras (izquierda) y hogares (derecha) (% del PIB)



Nota: Cifras consolidadas relativas a las entidades no financieras. La deuda incluye préstamos y valores distintos de acciones, con exclusión de derivados financieros. Luxemburgo está excluido en la parte de la figura relativa al endeudamiento de las entidades no financieras.  
Fuente: Eurostat.

El segundo principal desafío al que se enfrenta la zona euro en la actualidad guarda relación con el paro y los problemas sociales que, debido a la crisis, han aumentado a niveles inaceptablemente elevados. El paro alcanzó el 12% en 2013, creciendo de forma notable en una tercera parte de los estados miembros de la zona euro, inclusive en algunos países cuyo índice de paro ya era muy elevado. El paro de larga duración ha seguido creciendo hasta



alcanzar una cota del 50% del paro total en 2013. Han aumentado asimismo los riesgos del desempleo de carácter estructural que, además, se han vuelto menos sensibles y receptivos a la dinámica salarial. En relación con esta cuestión, la situación social en la zona euro se ha agravado a lo largo de la crisis, de modo que casi todos los indicadores sociales, tales como el índice de riesgo de pobreza y el índice de privación material, empeoraron en 2012<sup>22</sup>. Esta es una mala noticia desde una perspectiva económica, ya que puede tener efectos negativos tanto sobre el crecimiento a largo plazo como sobre la sostenibilidad de la deuda pública. La pobreza influye en la productividad –por ejemplo, mediante al grado de acceso a la educación–, mientras que la desigualdad ejerce efectos dinámicos sobre el crecimiento a través de su impacto en la acumulación de la deuda privada y el crecimiento del consumo. Otro efecto no desdeñable es que los incrementos de la pobreza y el paro pueden contribuir a la «fatiga por las reformas» en un momento en que esfuerzos continuados de reformas siguen siendo muy necesarios.

En tercer lugar, la fragmentación financiera y la consecuente heterogeneidad de las condiciones de crédito siguen siendo elevadas y el acceso a la financiación, especialmente en el caso de las PYMES, seguirá planteando importantes desafíos en numerosos estados miembros. Ello se debe a factores relativos tanto a la demanda como a la oferta. En relación con la demanda, el débil crecimiento económico, combinado con cuestiones heredadas relacionadas con los balances y continuas correcciones en los mercados de propiedad residencial y comercial, tienen como consecuencia un empeoramiento de la calidad del crédito y aumentos del índice de morosidad de los bancos (*Non-Performing Loan ratios* [NLP] o ratio de créditos morosos). Estos NLP inmovilizan capital y financiación, e influyen negativamente en la capacidad de los bancos de conceder nuevos préstamos a empresas productivas. Los mismos elementos afectan también negativamente a la capacidad de servicio de la deuda de los prestatarios y frenan la demanda de crédito en general. Esto guarda relación con la persistencia de un déficit de inversiones en la zona euro. Después de su pronunciada caída desde 2008, la inversión está mejorando, aunque solo de forma lenta, y seguirá manteniéndose por debajo de la media a largo plazo en la mayoría de estados miembros de la zona euro hasta 2015, con una gran insuficiencia en la mayoría de países de la periferia. El riesgo de una falta de financiación orientada a la inversión productiva, con el peligro de socavar la recuperación económica, sigue siendo así muy acusado.

---

22. Véase <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/> [Fecha de consulta: 31.07.2014].

## Avances hacia una UEM fuerte y sostenible

La UEM europea ha experimentado cambios fundamentales en los últimos años. La crisis ha golpeado con dureza y ha puesto de manifiesto puntos débiles en los fundamentos de los estados miembros y en el sistema institucional de la UEM que habían quedado parcialmente ocultos en los años anteriores. En los casos en que el impacto inicial de la crisis económica ha sido de envergadura, la respuesta política de la UE ha sido igualmente fundamental. Las medidas adoptadas para resolver los fallos de diseño de la UEM han sido profundas, más aún dado el breve período de tiempo en el que se han llevado a la práctica. Estas medidas han ido mucho más allá de lo que se juzgaba posible hace unos años y se han implementado en combinación con acciones enérgicas y ambiciosas tanto a escala de la UE como a nivel nacional, en las áreas de las políticas presupuestarias, económicas y financieras, para restablecer los principios subyacentes. Como se ha indicado en el apartado anterior, sin embargo, quedan pendientes importantes desafíos y sigue siendo necesario impulsar una política ambiciosa. Los desafíos crecientes en la zona euro requieren tanto una continuación como una reorientación de las prioridades políticas de acuerdo con varias líneas de acción.

En primer lugar, conducir a la UEM desde una débil recuperación hasta un crecimiento fuerte y sostenible y a la creación de empleo exige una ambiciosa puesta en práctica de reformas estructurales en los mercados productivo y laboral. Los beneficios de tales reformas estructurales presentan múltiples facetas y pueden relacionarse con la resolución de la mayoría de –si no de todos– los desafíos indicados en el apartado anterior, mientras que pueden también contribuir a las posibilidades de la zona euro de asumir retos existentes desde hace mucho tiempo y relacionados, por ejemplo, con el envejecimiento de la población europea y con la globalización. Las reformas estructurales tienen la capacidad de contribuir a un proceso de reequilibrio duradero y de aminorar el impacto negativo del despalancamiento del sector privado. Pueden, asimismo, facilitar un mejor ajuste de los salarios reales y de la productividad que, a su vez, faciliten una reacción más fluida y ágil del empleo y, en consecuencia, de la producción real. Además, gracias a sus efectos sobre el crecimiento, la productividad y el empleo contribuyen a la sostenibilidad de las deudas privada y pública, así como de la situación social en su conjunto.

Los desafíos crecientes de la zona euro, en este sentido, requieren una cierta reorientación de las prioridades. Como se ha dicho anteriormente, la puesta en práctica de reformas en los mercados laborales en los últimos años ha sido, en términos generales, notable. Sin embargo, quedan muchos aspectos por mejorar. Por ejemplo, con una presión fiscal media de más del 45%, la estructura fiscal en la zona euro sigue ampliamente orientada a la carga fiscal sobre el trabajo, en una medida significativamente mayor que en otras economías avanzadas como las de Estados

Unidos y Japón, que tienen presiones fiscales de alrededor del 31%<sup>23</sup>. Además, ha habido menor avance en la puesta en práctica de reformas para mejorar el funcionamiento de los mercados de productos y servicios, sobre todo en las economías principales de la zona euro. Dada la circunstancia de que una intensificación de la puesta en práctica de reformas en estas áreas facilitaría también un incremento de la demanda interna, incluso de la inversión, una reducción de los actuales superávits por cuenta corriente y un proceso subsiguiente de reequilibrio más simétrico, se justifica una creciente atención a las áreas en cuestión.

El sistema de gobernanza económica, tal como existe actualmente en la UEM, proporciona importantes instrumentos para facilitar la puesta en marcha de estas reformas estructurales por parte de los estados miembros. En particular, el Semestre Europeo y el Procedimiento de Desequilibrios Macroeconómicos pueden utilizarse, y son utilizados, para dirigir los esfuerzos a tales áreas prioritarias y para influir en los procesos de adopción de decisiones de los estados miembros, a fin de facilitar la mencionada puesta en marcha de reformas estructurales. Además, el Eurogrupo, la reunión informal de ministros de Economía y Finanzas de la zona euro, ha comenzado a mantener debates temáticos exactamente sobre esas mismas áreas, con el objetivo de inducir una presión entre homólogos y estimular un aprendizaje recíproco entre los estados miembros, como también prever los posibles efectos relacionados con una falta de puesta en práctica de tales reformas<sup>24</sup>. Al mismo tiempo, puede argumentarse que, bajo el sistema actual, queda margen para mejorar, sobre todo en lo relativo a consolidar el compromiso de reforma en los estados miembros. En este sentido, siguen desarrollándose debates sobre el posible valor añadido de un sistema de acuerdos contractuales entre el nivel de la UE y el de los estados miembros<sup>25</sup>. Según estos acuerdos contractuales, los estados miembros se comprometerían a poner en práctica reformas clave para garantizar un buen funcionamiento de la UEM. Además, para ayudar a los estados miembros a superar los posibles costes a corto plazo relacionados con la puesta en práctica de tales reformas, los acuerdos contractuales deberían acompañarse de un sistema de financiación de solidaridad a nivel de la UE. En general, cualquiera de estas consideraciones sobre la mejora del sistema de gobernanza económica de la UE debería incluirse en la revisión

23. OECD. *Taxing Wages: Comparative Tables*. OECD Tax Statistics (database), 2010.

24. Véase, por ejemplo, la declaración del Eurogrupo sobre la reducción de la presión fiscal sobre el trabajo: <http://eurozone.europa.eu/newsroom/news/2014/07/eurogrup-statement-on-reducing-tax-wedge-on-labour/> [Fecha de consulta: 31.07.2014].

25. Véase, por ejemplo: Comisión Europea. «Towards a Deep and Genuine Economic and Monetary Union; The introduction of a Convergence and Competitiveness Instrument», COM (2013) 165.

que la Comisión Europea llevará a cabo de acuerdo con las obligaciones legales establecidas en los diversos textos legislativos el 14 de diciembre de 2014.

La segunda vía principal de actuaciones está relacionada con la consolidación presupuestaria. Dado el enorme progreso llevado a cabo en los últimos años, la consolidación presupuestaria se halla de hecho en condiciones de progresar en la actualidad a un ritmo más pausado que con anterioridad, aunque la política fiscal ha de seguir garantizando la reducción de la deuda. En este punto, cabe señalar que un desafío importante concierne a la prevención de la aparición de una fatiga derivada de la consolidación de una sensación general de autocomplacencia. El renovado Plan de Estabilidad y Crecimiento cuenta con todos los instrumentos necesarios para facilitar tal ajuste continuado, y la aplicación continuada y coherente de estos instrumentos será clave. Al mismo tiempo, el foco de atención en materia de política fiscal en la zona euro debería reorientarse de modo progresivo hacia las cuestiones de calidad de las finanzas públicas y la correcta situación fiscal en toda la zona euro. En relación con la calidad de las finanzas públicas, son esenciales una combinación de gastos e ingresos más favorable al crecimiento, así como una mayor eficiencia en el capítulo del gasto. Dados los actuales desafíos existentes en la zona euro, esto incluye una intensificación de la inversión productiva material e inmaterial; por ejemplo, en las áreas de infraestructura e innovación, un área que desafortunadamente ha sido considerada, en el contexto de la crisis, como objetivo fácil con vistas a la consolidación. Ello queda ilustrado por el hecho de que el promedio de gasto de la formación de capital se situó en el 4,3% del gasto total en 2013, por debajo del 5,7% de 2007 (Base de datos AMECO de la UE). Además, dados los posibles efectos recíprocos entre ellos, los estados miembros de la zona euro tienen la responsabilidad colectiva de garantizar una postura política general y apropiada en la zona euro, sobre todo desde el punto de vista de garantizar una demanda agregada apropiada. De nuevo en este punto, el uso efectivo del Semestre Europeo es fundamental para alcanzar estos objetivos. Además, el debate en el Eurogrupo puede contribuir a una mejor comprensión de la situación y de las implicaciones de los efectos en la zona euro, tanto en el contexto de la política fiscal como entre las diversas áreas políticas. Los primeros pasos, en este sentido, se dieron en 2013, en el contexto de la discusión de los anteproyectos de planes presupuestarios presentados por los estados miembros de la zona euro bajo las nuevas normas del paquete de «dos medidas»<sup>26</sup>, que aportan las bases para una mayor elaboración en el futuro próximo.

---

26. Véase la Declaración del Eurogrupo sobre la revisión de los presupuestos nacionales, <http://www.eurozone.europa.eu/newsroom/news/2013/11/eurogroup-statement/> [Fecha de consulta: 31.07.2014].

En tercer lugar, el sector financiero sigue necesitando de una atención sin reservas de la acción política para restablecer la necesaria financiación de la economía. La continuidad de la política es necesaria en la finalización y puesta en práctica de todas las iniciativas de la Unión Bancaria, incluyendo una mayor corrección de los balances de los bancos y la continuación del fortalecimiento de los valores amortiguadores en el contexto de las revisiones de calidad de activos y pruebas de estrés. Si se aplica plenamente y adecuadamente, la Unión Bancaria creará un sector financiero más robusto en la zona euro, e incrementará, por su parte, la seguridad de los bancos a través de la prevención de crisis; mientras que la supervisión y resolución bajo el Mecanismo de Supervisión Único (SSM) y el Mecanismo de Resolución Único y (SRM) se pondrán en práctica en caso necesario de forma más coherente, eficiente y transparente, con menos riesgo para los contribuyentes nacionales. Junto a los efectos directos sobre la provisión de financiación, esto también beneficiará el nivel general de confianza dentro de y hacia el sector bancario, dando un impulso adicional a la evolución económica. Una reorientación, por otra parte, es necesaria para avanzar hacia la diversificación de las fuentes de financiación. Los mercados de capitales europeos siguen infradesarrollados y pueden desempeñar un papel insuficiente para llenar la brecha de financiación creada por el desapalancamiento bancario. Existen, en este sentido, una serie de cuellos de botella para que la financiación del mercado de capitales despegue. En marzo de 2014, la Comisión Europea adoptó una comunicación sobre la financiación a largo plazo con un plan de acción concreto para abordar esta cuestión, incluso mediante la revitalización del mercado de valores<sup>27</sup>. Esta debe ser la base para dar impulso a las nuevas tareas.

Por último, el trabajo empezado debería continuar con el objetivo de erradicar totalmente la incertidumbre política relacionada con el futuro de la UEM y de las medidas adicionales necesarias para garantizar la sostenibilidad del sistema de la UEM en el futuro. Como quedó claro en el momento culminante de la crisis, los efectos de la incertidumbre son muy reales y los elevados niveles de incertidumbre económica y política impiden las decisiones inversoras<sup>28</sup>. Tal coyuntura puede influir significativa y negativamente en el gasto privado y en el crecimiento económico, además de ofrecer a los

---

27. Comisión Europea, comunicación sobre la financiación a largo plazo de la economía europea, COM (2014) 168.

28. El análisis de la Comisión Europea de la zona euro ha mostrado que la incertidumbre ha ejercido un efecto importante tanto sobre la inversión como sobre el consumo, véase Comisión Europea-DG ECFIN, 2013b.

agentes potenciales un incentivo para posponer las decisiones en materia de inversión, consumo y empleo. La elevada incertidumbre se vuelve aún más perjudicial para el crecimiento, ya que amplía el efecto de las restricciones de crédito y los débiles balances, obligando a los bancos a regular más el crédito y a las empresas a retener la inversión, incluso aunque no sufran restricciones de liquidez, a fin de minimizar los riesgos de decisiones irreversibles<sup>29</sup>.

Cabría razonar que, con las acciones emprendidas en los últimos años por parte de los estados miembros y las instituciones de la UE, los riesgos colaterales, al dejar de existir, se han disipado por completo. Además, la aplicación coherente de las medidas que figuran en los párrafos anteriores en el ámbito de las reformas estructurales, la política fiscal y el mercado financiero contribuirán por sí solos a una mayor reducción adicional de la incertidumbre. Sin embargo, los que se considera que son los pasos adicionales necesarios que deben adoptarse para garantizar plenamente la sostenibilidad de la UEM, o, en otras palabras, lo que en realidad constituye una «verdadera y profunda» UEM, sigue siendo en gran medida tema de discusión. Las deliberaciones sobre este tema se han venido realizando al más alto nivel político desde la publicación por la Comisión de un Plan Director para una UEM profunda y auténtica en noviembre de 2012<sup>30</sup>. Este plan director proporcionaba una visión general de las medidas adoptadas para fortalecer la UEM en respuesta a la crisis, así como una visión integral enfocada a una UEM profunda y auténtica edificada sobre una arquitectura fuerte y estable en los ámbitos financieros, fiscales, económicos y políticos. La Comisión estableció un enfoque paso a paso, con acciones concretas que deben adoptarse a corto, medio y largo plazo, combinando un objetivo ambicioso con una secuenciación apropiada, e incluyó, a largo plazo, posibles cambios en los tratados de la UE. Los debates sobre estos temas en el contexto del Consejo Europeo han sido hasta ahora menos concluyentes, revelando diferencias fundamentales de opinión entre los distintos estados miembros. Cabe esperar que el debate cobre renovados bríos con la llegada al poder de la nueva Comisión Europea y Parlamento Europeo<sup>31</sup>. Se espera asimismo que los debates sigan el Plan Director de la

---

29. Véase también Buti y Mohl (2014).

30. Plan director para una profunda y auténtica Unión Económica y Monetaria; lanzamiento de un debate europeo, COM (2012) 777.

31. Véanse, por ejemplo, las nuevas prioridades políticas fijadas por Jean Claude Juncker, flamante nuevo presidente de la Comisión, uno de cuyos puntos principales es la creación de una Unión Económica y Monetaria más profunda y justa. Véase: [http://ec.europa.eu/about/juncker-commission/docs/pg\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/about/juncker-commission/docs/pg_en.pdf) [Fecha de consulta: 31.07.2014].

Comisión para una UEM profunda y auténtica, e incluyan algunos de los temas ya mencionados en los párrafos anteriores, como el de mejorar aún más los mecanismos de gobernanza económica de la zona euro para aumentar las facultades y el compromiso de los estados miembros a la hora de poner en práctica reformas estructurales clave. También podría incluir la adopción de nuevas medidas en el ámbito de la unión bancaria, tales como la creación de un mecanismo común de seguridad para el SRM, la creación de una representación económica exterior unida para la zona euro y una mayor puesta en común de los recursos a escala de la zona euro mediante la creación de una capacidad fiscal específica. Todas estas cuestiones pueden proporcionar beneficios adicionales en lo que se refiere a la solidez del sistema de la UEM. También es importante subrayar que la última de estas propuestas, en función de su concreción exacta, podría constituir una valiosa contribución a la estabilidad de la UEM, tanto con la ayuda a los estados miembros a superar a corto plazo los costes de las reformas, como por su contribución para mitigar los impactos macroeconómicos asimétricos, por ejemplo, en forma de un régimen común de prestaciones destinadas al desempleo en la UE<sup>32</sup>. El desafío principal en la superación de la incertidumbre política en este ámbito, sin embargo, sigue estando en la cuestión de encontrar el consenso necesario sobre la forma de impulsar la UEM deseada, para encontrar una manera de superar las diferencias inherentes de perspectiva entre los diversos actores y encontrar un apoyo político y social de base amplia para la ruta a seguir, así como asegurar los mecanismos necesarios a fin de emprender una senda de legitimidad y responsabilidad democrática. El desafío es formidable, pero la recompensa puede ser igualmente enorme. Combinar esta visión tan clara con la aplicación ambiciosa de reformas en los mercados laborales y de productos, persiguiendo la búsqueda del crecimiento con una política fiscal diferenciada y movilizando el sector financiero para liberar el crédito a la economía real, tal como se ha expuesto a lo largo de las líneas precedentes, permitirá a la Unión Económica y Monetaria alcanzar su pleno potencial como un motor para el crecimiento sostenible y la creación de empleo en Europa.

---

32. Para algunas primeras indagaciones sobre qué aspecto tendría tal mecanismo para la estabilización macroeconómica en forma de un esquema de ayudas al desempleo, véase Strauss (2014).



## Referencias bibliográficas

- Buti, Marco y Mohl, Philipp. «Lacklustre investment in the Eurozone: Is there a puzzle?». *VOX, CÉPR's Policy Portal* (04.06.14) [Fecha de consulta: 31.07.2014]. <http://www.voxeu.org/article/raising-investment-eurozone>
- European Commission-DG ECFIN (Directorate-General for Economic and Financial Affairs). «European Economic Forecast». *European Economy*, n.º 3 (primavera 2014a) (en línea):  
[http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/european\\_economy/2014/pdf/ee3\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/european_economy/2014/pdf/ee3_en.pdf)
- European Commission-DG ECFIN (Directorate-General for Economic and Financial Affairs). «Assessment of the 2014 national reform programmes and stability programmes for the euro area». SWD(2014) 401 final (2014b) (en línea):  
[http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/csr2014/swd2014\\_euroarea\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/csr2014/swd2014_euroarea_en.pdf)
- European Commission-DG ECFIN (Directorate-General for Economic and Financial Affairs). «The Financial Sector Adjustment Programme for Cyprus ». *Occasional Papers*, n.º 149 (mayo 2013a) (en línea):  
[http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/occasional\\_paper/2013/pdf/ocp149\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/occasional_paper/2013/pdf/ocp149_en.pdf)
- European Commission-DG ECFIN (Directorate-General for Economic and Financial Affairs). *Quarterly report on the euro area*, vol. 12, no. 2 (2013b) (en línea):  
[http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/qr\\_euro\\_area/2013/pdf/qrea2\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/qr_euro_area/2013/pdf/qrea2_en.pdf)
- European Commission-DG ECFIN (Directorate-General for Economic and Financial Affairs). «*The Financial Sector Adjustment Programme for Spain*». *Occasional Papers*, n.º 118 (octubre 2012) (en línea):  
[http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/occasional\\_paper/2012/pdf/ocp118\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/occasional_paper/2012/pdf/ocp118_en.pdf)
- Strauss, Robert. *Paper on Automatic Stabilisers*. Bruselas: Comisión Europea, 4 de octubre de 2014. (en línea) [Fecha de consulta: 31.07.2014]:  
<http://ec.europa.eu/social/BlobServlet?docId=10964&langId=en>
- Van Duin, Kees y Amtenbrink, Fabian. «New dynamics in EMU decision-making in the wake of the European financial and sovereign debt crisis», en: Lazowski, Adams y Blockmans, Steven. *Research Handbook EU institutional law* (en prensa).

Traducción: Josep M. Puig de la Bellacasa