

## La nueva gobernanza de la zona euro: hoja de ruta a corto, medio y largo plazo

*Ignacio Molina y Federico Steinberg \**

**Tema:** Este trabajo examina la compleja gestión del grave momento económico-financiero en la zona euro (ZE) distinguiendo tres dimensiones: (1) la superación de los problemas urgentes de la deuda pública soberana; (2) la implementación de una serie de nuevas medidas pensadas para evitar futuras crisis; y (3) el posible inicio de una reforma más profunda que desemboque en una unión económica y monetaria que de verdad merezca ese nombre.

**Resumen:** Casi dos años después de que se iniciara en los países de la zona euro (ZE) una segunda fase de la crisis económica y financiera –afectando primero a Grecia y su endeudamiento insostenible, luego al resto de países periféricos con problemas de financiación y finalmente a todos los demás–, el horizonte sigue sin despejarse. El desafío más apremiante pasa por encontrar una solución definitiva al problema griego y sus dos derivadas más importantes: (1) la necesidad de recapitalizar el sector financiero en caso de que se acuerde una quita sustancial su deuda; y (2) la potenciación de la capacidad e instrumentos del actual fondo de estabilidad para que pueda evitar el contagio y ayudar a otros países con dificultades de liquidez pero no de solvencia. El segundo paso consiste en empezar a aplicar un importante paquete legislativo recientemente aprobado por las instituciones europeas y que pretende, a través de seis nuevas normas y la reforma de la regulación financiera, que una situación como la actual no se vuelva a repetir. Como tercer elemento de la gestión de la crisis, se abre camino de forma cada vez más nítida la idea de una nueva y ambiciosa reforma de los tratados para avanzar hacia una auténtica unión fiscal de, al menos, los 17 miembros de la ZE. Ninguno de los tres planos –a corto, medio y largo plazo– se libran de una gran incertidumbre. Nada garantiza que la insolvencia griega explote de manera desordenada y pueda desembocar en una nueva recesión europea e incluso mundial. Tampoco hay certeza de que el paquete de medidas regulatorias sea realmente eficaz para evitar crisis futuras. Y a nadie escapa las enormes complejidades que supone un nuevo proceso “constituyente” a la luz de la ardua experiencia que desembocó en el Tratado de Lisboa.

---

\* *Ignacio Molina, investigador principal de Europa en el Real Instituto Elcano y profesor de la Universidad Autónoma de Madrid. Federico Steinberg, investigador principal de Economía Internacional en el Real Instituto Elcano y profesor de la Universidad Autónoma de Madrid*

---

## **Análisis:**

### *Introducción*

El euro nació en 1999 con una gobernanza incompleta. Mientras que sus pilares monetarios eran robustos, su coordinación fiscal era débil, su regulación financiera carecía de la dimensión paneuropea necesaria, su papel en el mundo no estaba definido y no tenía ni un sistema claro y ágil de toma de decisiones, ni un mecanismo de resolución de crisis, ni un fondo de rescate para países o instituciones financieras con problemas de liquidez. Pero como el euro era un proyecto político estas deficiencias económicas se pasaron por alto. Como tantas otras veces en la historia de la integración europea sus creadores adoptaron un enfoque funcionalista: pensaron que una vez creada la moneda única se darían los pasos necesarios para mejorar y completar su gobernanza. En cierta forma tenían razón. La crisis financiera global que estalló en 2008 y la actual crisis de la deuda que está atravesando la ZE están obligando a avanzar en su gobernanza. Sin embargo, la gravedad de la situación obliga a poner parches para afrontar los problemas más urgentes, lo que no permite un debate sosegado sobre todas las piezas que deben ser reformadas para que el edificio del euro no se venga abajo.

En este análisis se plantea que lo más acuciante es resolver a corto plazo el problema de la deuda soberana griega y su impacto sobre otras economías como Portugal, Irlanda, Italia y España o incluso Bélgica y Francia. Ya no se trata sólo de un problema de los países de la periferia, porque una eventual reestructuración de la deuda griega tendría importantes efectos sobre el sistema financiero europeo e internacional. Ahora bien, sea cual sea el desenlace final de esta “tragedia” griega, está claro que asegurar el futuro del euro pasa por cambios profundos en su sistema de gobernanza económica. Para el medio plazo se ha aprobado ya un conjunto de propuestas normativas que mejoran la supervisión fiscal de los Estados miembros de la ZE y refuerzan la regulación financiera. Ahora bien, como no se confía demasiado en que esas medidas vayan a ser suficientes, se ha comenzado a plantear que a más a largo plazo será necesario lanzar un nuevo proceso de reforma de los tratados. El objetivo sería dotar a las instituciones europeas de auténtica capacidad de control sobre los presupuestos nacionales y los sistemas financieros de la ZE, así como permitir (con voluntad política expresa y rigor jurídico) la posibilidad de emitir eurobonos y crear un Fondo Monetario Europeo que resuelva las carencias del actual fondo de estabilidad. Dicha reforma podría consolidar una UE de dos velocidades, donde los 17 Estados que comparten el euro tuvieran un sistema de toma de decisiones mucho más integrado que excluyera a los otros 10 países que no quieren o no pueden formar parte de la Unión Económica y Monetaria.

Por razones didácticas, este texto divide los retos de la gobernanza del euro en tres dimensiones temporales –corto, medio y largo plazo–, que se abordan de forma secuencial. Sin embargo, es posible que en la práctica las reformas que se explicarán puedan solaparse. Incluso podría suceder que se produzcan avances en la construcción de una nueva arquitectura institucional en el derecho originario europeo sin que se haya resuelto totalmente el problema de Grecia.

*El corto plazo: Grecia y la estabilización de los mercados*

Lo urgente hoy pasa por abordar la crisis de Grecia. Como el país heleno tiene un problema de solvencia y no de liquidez, para poder volver a crecer tendrá que hacer una importante reestructuración de su deuda, que posiblemente ronde el 50% o más (mucho más del 21% pactado en el Eurogrupo el pasado 21 de julio de 2011). Ello exige que la ZE tenga preparados nuevos instrumentos de gobernanza para reducir el contagio hacia otros países vulnerables (cuyos problemas son de liquidez pero no de solvencia), así como para evitar la quiebra de los bancos europeos tenedores de deuda griega. En definitiva, es imprescindible romper el círculo infernal que hace que la deuda pública y la bancaria se retroalimenten, para lo que se necesita tener un plan sobre recapitalización del sector financiero europeo (primero con capital privado y sólo en última instancia con recursos del fondo de rescate), así como despejar las dudas y especulaciones sobre eventuales quitas en las deudas de otros países periféricos.

Por lo tanto, el problema para la ZE no es tanto la propia Grecia, que seguramente tras el *default* se mantendrá dentro de la ZE, sino que la deuda griega es a la ZE lo que las hipotecas *subprime* eran a EEUU en 2008, por lo que la previsible reestructuración de su deuda podría tener consecuencias tan graves para el sistema financiero internacional como la quiebra de Lehman Brothers en 2008. Ello exige construir a la carrera un perímetro de seguridad alrededor de Grecia que actúe como cortafuegos. Esa es la pieza de gobernanza que la ZE está construyendo día a día, con evidentes avances aunque con mucha más lentitud de lo deseable y con una visión cortoplacista que una y otra vez se ve superada por los acontecimientos.

La creación de un tesoro europeo y la emisión de eurobonos para sustituir la deuda nacional resolverían la inestabilidad financiera de forma inmediata porque terminaría con los ataques especulativos contra los países solventes pero que tienen problemas de liquidez (téngase en cuenta que el total de deuda en la ZE euro sobre su PIB no alcanza el 80%, 20 puntos menos que en EEUU que no tiene problemas para financiarse). Sin embargo, como estas medidas equivaldrían a una “unión fiscal”, Alemania (acompañada por los Países Bajos, Finlandia y Austria) la consideran políticamente inaceptable. Por lo tanto, hace falta avanzar dentro de lo políticamente posible, lo que supone asegurar que tanto el fondo de rescate temporal europeo (ESFS, por sus siglas en inglés) como su sucesor, el Mecanismo de Estabilidad que entrará en vigor en 2013 (ESM, por sus siglas en inglés), tengan un tamaño suficiente como para ser creíbles y estén dotados de la suficiente flexibilidad como para poder comprar deuda pública en el mercado secundario, recapitalizar a los bancos de la ZE que puedan necesitarlo y hacer préstamos de forma precautoria a países que no hayan sido rescatados pero cuyos mercados de deuda estén sufriendo ataques especulativos (Italia, España, Bélgica, tal vez Francia...).

La flexibilidad de los instrumentos ya fue aprobada por el Eurogrupo, pero su ratificación por los parlamentos nacionales está siendo muy lenta –como el reciente episodio en Eslovaquia ha puesto de manifiesto– y todavía persisten múltiples dudas sobre cómo debería operar para ser realmente efectiva (por unanimidad o mayoría, prestando directamente a bancos o sólo a países, con mayor o menor condicionalidad a cambio de sus avales o préstamos, a qué tipos de interés,...). Lo que todavía no está resuelto es el problema del tamaño. Sus 440.000 millones de euros de capacidad efectiva de préstamo son insuficientes y no existe acuerdo sobre su ampliación, que podría venir bien por un aumento explícito de las aportaciones de los Estados miembros, bien permitiéndole apalancarse. Por lo tanto, mientras se debate cómo ampliarlo solo el Banco Central Europeo (BCE) puede estabilizar los mercados. Como ya viene haciendo desde el

principio de esta crisis tendrá que continuar adquiriendo deuda de los países de la periferia del euro para frenar el contagio, aumentando con ello el nerviosismo de Alemania, que teme que las compras de deuda terminen generando inflación. A medio plazo, debería ser el fondo de rescate ampliado (tal vez transformado en un banco con una línea de crédito ilimitada con BCE) quien se encargara de realizar las compras de deuda, descargando así al BCE de esta incómoda función. Eso supondría resolver otra de las lagunas actuales del sistema de gobernanza de la ZE, el de quién es el prestamista de último recurso.

En síntesis, la ZE se está viendo superada por la crisis de deuda (y sus repercusiones en el sistema bancario), lo que la está llevando a crear instituciones *ad hoc* (como el fondo de rescate) que de forma lenta, precipitada e incompleta van completando algunas carencias de la gobernanza de la ZE. Lo viene haciendo desde principios de 2010, siempre actuando al borde del precipicio y con una visión a veces demasiado cortoplacista y demasiado dominada por la lógica intergubernamental que lidera Alemania. Pero al mismo tiempo, confiada en que el euro superará esta crisis, la UE está avanzando en la mejora de su gobernanza económica para evitar crisis futuras, lo que pasa por mejorar la disciplina fiscal y promover un crecimiento más equilibrado mediante reformas estructurales. A continuación pasamos a analizar este tema.

#### *El medio plazo: "six-pack" y reforma financiera*

La crisis financiera global obligó a los países de la ZE a reconocer que las reglas del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) no eran capaces de disciplinar a los Estados en cuanto al control de sus cuentas públicas, que la regulación financiera europea era deficiente y que la ausencia de un mecanismo de control de los desequilibrios macroeconómicos intra-zona euro (déficit por cuenta corriente en unos países y superávit en otros) podría hacer inviable al euro. Por ello, desde 2010 se comenzó a negociar un paquete de reformas de la gobernanza económica europea que finalmente fue aprobado en octubre de 2011 (también se han producido avances en el ámbito de la regulación financiera, como se verá más abajo).

Dicho paquete, que se conoce en la jerga comunitaria como el *six-pack* por incluir seis propuestas legislativas, se compone de una Directiva sobre marcos fiscales nacionales (que, entre otras cosas, obliga a la planificación presupuestaria plurianual) y cinco reglamentos sobre coordinación de políticas fiscales y vigilancia de los desequilibrios macroeconómicos dentro de la ZE y la UE. Sus novedades principales son tres. Primero, hace operativo el criterio según el cual la deuda pública de los Estados miembros no puede superar el 60% de su PIB (para el caso del déficit público dicho procedimiento ya existía). Para ello, contempla sanciones si pasados tres años desde la apertura de un procedimiento de deuda excesiva el país no reduce cada año 1/20 de la deuda pública que supera el 60% de su PIB. Segundo, se ha reformado la parte preventiva del PEC mediante la aprobación de una nueva regla sobre límites al gasto público, que intenta que los países tengan incentivos para reducir su déficit público antes de alcanzar el límite del 3% sobre el PIB. Se estipula que el gasto público podrá crecer como máximo al nivel del crecimiento potencial de la economía a medio plazo, abriendo la posibilidad de que se establezcan sanciones si lo hace por encima de ese nivel, aunque no haya superado el 3%. Tercero, se ha creado un procedimiento de vigilancia de los desequilibrios macroeconómicos (déficit y superávit por cuenta corriente), cuyo objetivo es alertar sobre desalineamientos en la competitividad de los países miembros y excesivas acumulaciones de deuda privada. Además, el tratamiento de los desequilibrios será simétrico, lo que implica que la UE considera tan peligroso un superávit como un déficit

por cuenta corriente. Asimismo, con el llamado Semestre Europeo, se pretende coordinar las políticas presupuestarias y de reformas estructurales que cada año pondrán en marcha los estados miembros para detectar inconsistencias. Finalmente, se ha optado por no vincular explícitamente el paquete de gobernanza económica a la estrategia de crecimiento a largo plazo UE-2020, lo que supone que los nuevos incentivos y sanciones que incorporan las reglas macroeconómicas tendrán más fuerza que las directrices de la estrategia de crecimiento.

Por otra parte, entre 2010 y 2011 han entrado en vigor nuevas reglas e instituciones en materia de regulación financiera. Se han creado cuatro nuevos organismos comunitarios: el Consejo Europeo de Riesgo Sistémico y las nuevas autoridades europeas de supervisión en materia de Seguros, Valores y Banca. Además, siguiendo los principios del foro de Estabilidad Financiera y del G-20, se han aprobado directivas sobre mayores requisitos de capital para las instituciones financieras en la UE, así como nuevas reglas sobre la remuneración de los directivos del sector financiero y *hedge funds*. También se han planteado, aunque no aprobado, nuevas medidas destinadas a reducir la especulación en los mercados financieros, como impuestos al sector bancario y a las transacciones financieras internacionales o la prohibición de las ventas al descubierto (*naked short-selling*) y de las compras de CDS (seguros de impago soberano) en el caso de que no se posea el activo que se pretende asegurar.

En líneas generales, el *six-pack* y la reforma financiera mejoran la gobernanza económica de la ZE porque se han perfeccionado los elementos preventivos de las reglas fiscales, se han introducido elementos nuevos y se ha establecido un sistema por el que las sanciones a los países incumplidores son más automáticas que en el pasado y dificultan que el Consejo pueda bloquearlas. Aún así, todavía está por ver si el nuevo sistema de sanciones será realmente efectivo y si la regulación y supervisión financieras no siguen contando con importantes lagunas, especialmente en lo relativo a las instituciones sistémicas.

#### *El largo plazo: una nueva reforma de los Tratados*

El propio escepticismo sobre la efectividad de las medidas antes explicadas, combinado con elementos propios del debate político, económico y jurídico dentro de Alemania sobre la mejor manera de salir de la situación actual, hace probable que la Unión tenga que reformar los tratados para garantizar la supervivencia del euro y la unidad de la UE. Cuando hace ahora casi dos años entró en vigor el Tratado de Lisboa –culminando un complejísimo proceso de cambio del derecho originario de la Unión que había durado casi un decenio– los líderes europeos aseguraron que el nuevo texto sería suficiente para permitir funcionar a la UE durante una generación o más. Dados los antecedentes de propensión a convocar conferencias intergubernamentales cada poco tiempo desde la década de los 80, muchos dudaron de esa intención de no tocar los tratados constituyentes. Sin embargo, incluso los más escépticos habían descartado la posibilidad de que solo 20 meses después se estuviera debatiendo en serio iniciar una nueva reforma. Y no se trataría de una reforma técnica sino, nada más y nada menos, de avanzar en la unidad fiscal de la ZE hasta el punto que la actual Unión Económica y Monetaria merezca de verdad los dos apellidos.

La crisis de la deuda soberana y los problemas de la banca privada están causando tales estragos que lo más probable es que dicho proceso constituyente se inicie pronto. “Si el euro fracasa, fracasa Europa” –viene insistiendo últimamente Angela Merkel– y eso es algo que Berlín, después de sus iniciales vacilaciones sobre la manera de abordar el

problema griego, no está dispuesto a aceptar. Las instituciones europeas y la mayor parte de los Estados miembros –con el eje franco-alemán a la cabeza– van aceptando que el actual marco político y legal de la gobernanza económica del euro es insuficiente. Es incapaz de disciplinar efectivamente a los miembros de la ZE en términos fiscales, resulta lento y reactivo cuando aparecen problemas y no contribuye a aportar la credibilidad necesaria a la moneda única ante los mercados internacionales y el resto del mundo.

Por ello, la reforma que se empieza a perfilar –y que ha sido calificada por Nicolas Sarkozy como “verdadero gobierno económico de la zona euro”– deberá abordar tanto elementos procedimentales como sustantivos. En ambos casos, no está claro si la balanza se inclinará hacia soluciones intergubernamentales o supranacionales aunque es verdad que, desde la entrada en vigor del Tratado de Lisboa y el simultáneo inicio de la crisis de la deuda, las viejas fronteras entre el método comunitario y el intergubernamental han perdido nitidez. De hecho, puede argumentarse que está surgiendo un híbrido novedoso, que aquí llamamos “método UE”. Se trata de un método que está a medio camino entre las dos lógicas tradicionales y que se plasma en el nuevo Consejo Europeo, en el Servicio Europeo de Acción Exterior y, por supuesto, en la nueva gobernanza económica que se está configurando.

En todo caso, y empezando por lo referente al proceso de toma de decisiones, dos serían los elementos a considerar. Primero, la institucionalización de un Consejo de Jefes de Estado o de Gobierno de la ZE que se reuniría al menos dos veces al año y que, al margen de las recientes desautorizaciones de París y Berlín a Herman van Rompuy, estaría en principio presidido por el mismo presidente estable del Consejo Europeo (que debería ser de un país de la ZE). Segundo, y este es seguramente el elemento más novedoso, se pretende crear un ministro Europeo de Economía y Finanzas que, a la manera de Catherine Ashton (actualmente alta representante para Asuntos Exteriores), estuviera conectado a la vez a la Comisión y sobre todo, de forma estable, al órgano intergubernamental que, en este caso, no sería tanto el Consejo a 27 sino el Eurogrupo, que reúne a los ministros de Economía y Hacienda de los 17 países de la ZE y que en este momento preside el primer ministro de Luxemburgo, Jean-Claude Juncker. Este ministro europeo de Economía sería además un supercomisario; algo que podría ir conectado a un replanteamiento racionalizador del número de carteras, que serviría para fortalecer la Comisión aunque levantaría las resistencias de los países pequeños y especialmente en Irlanda que, durante su compleja ratificación del Tratado de Lisboa, arrancó el compromiso de mantener inalterado el principio de un comisario por Estado miembro. Ese posible vicepresidente segundo de la Comisión, asumiendo que la alta representante para Asuntos Exteriores es la vicepresidenta primera, podría como mínimo integrar las actuales carteras de asuntos económicos y monetarios, presupuestos y política impositiva. Sobre esta posible nueva figura comienzan a circular las primeras especulaciones, pero está claro que se pretende dotarla de poder para supervisar eficazmente las cuentas públicas de los Estados, presidir el Eurogrupo, representar al euro en las organizaciones internacionales y ser, en definitiva, el complemento político del presidente del BCE.

Por lo que se refiere al elemento sustantivo de esa posible reforma de los tratados, el contenido es aún más impreciso ya que el significado que da Sarkozy al concepto de *gouvernement économique* difiere del que confiere Merkel a su traducción literal al alemán, *wirtschaftsregierung*, cuya enunciación tiende a ser evitada por la canciller federal. Con todo, parece evidente que al menos incluiría la “constitucionalización” en los

tratados del antes aludido *six-pack* de medidas de gobernanza económica, seguramente reforzados para asegurar una supervisión aún más estricta y centralizada de los presupuestos nacionales, con la controvertida posibilidad de sanciones políticas o económicas en caso de incumplimiento de los criterios de déficit y deuda. Además, abordaría una mayor armonización de los sistemas tributarios nacionales, vigilaría la sostenibilidad de las pensiones y demás gastos sociales de los Estados miembros con moneda común e incentivaría las reformas estructurales para mejorar la competitividad y el crecimiento en la ZE, en línea con lo planteado por el “pacto por el euro”. Todo ello con mecanismos de control y sanciones suficientemente estrictos como para ser creíbles. También parece claro que emergería una suerte de federalismo bancario europeo, con un sistema financiero sometido a supervisión única, al menos en la ZE (no necesariamente en el Reino Unido).

Más cuestionado es si se convertiría el fondo intergubernamental ya aprobado (el ESM) en un mecanismo supranacional que merezca el nombre de Fondo Monetario Europeo. De crearse, este Fondo debería poder tomar sus decisiones por mayoría cualificada y no por unanimidad para ser suficientemente flexible, rápido y versátil. Tampoco está claro si sería posible el pacto político por el cual Alemania aceptara la creación de eurobonos a cambio de que los países periféricos se comprometieran a “alemanizar” sus economías (asumiendo una mayor austeridad, pérdida de soberanía y/o modificaciones constitucionales). Si así fuera, habría que crear una Agencia Europea de Deuda responsable de emitir y distribuir los eurobonos. Un debate distinto es en qué medida los eurobonos sustituirían a la deuda nacional y si además se crearía un tesoro europeo y/o se ampliaría el presupuesto comunitario.

**Conclusiones:** Si a medio y largo plazo la crisis del euro da lugar a una profunda reforma de los tratados en la dirección apuntada, los europeístas verían la crisis económica y financiera como la oportunidad federalizante que estaban esperando, como el final feliz de un período amargo que ha puesto en peligro a la misma Unión. Pero dichos cambios irían más allá de lo económico. Para empezar, se consolidaría una división política y jurídica entre los 17 Estados que comparten el euro y el resto de miembros de la UE. El Reino Unido y Suecia (los dos principales Estados miembros de la UE que no quieren adoptar el euro) y Polonia y la República Checa (dos importantes Estados que no pueden) ya han mostrado abiertamente su preocupación por quedar fuera de los foros de decisión. En particular, les preocupa tanto que la Comisión esté cada vez más estrechamente conectada al Eurogrupo como que los grupos de trabajo y las reuniones del Consejo pasen cada vez más a limitarse a ratificar lo que previamente han negociado los diecisiete países de la ZE. Paradójicamente para los británicos, cuando más convencidos parecían estar del acierto de haber quedado al margen del euro, aparecería un poderoso incentivo para replantear su exclusión.

Finalmente, esta mayor integración europea podría resultar poco seductora y atractiva para la ciudadanía europea por varias razones. Primero, por ser escasamente democrática y transparente. Segundo, por representar una tendencia ideológica determinada que coloca la austeridad fiscal y los ajustes sociales (siempre en aras de una mayor competitividad) como valores supremos, renunciando a utilizar la política fiscal expansiva como estabilizadora del ciclo macroeconómico. Tercero, por abrir la puerta a que la nueva Europa suponga una erosión de las instituciones supranacionales (Comisión y Parlamento Europeo) en favor de foros intergubernamentales liderados abiertamente por el directorio del eje franco-alemán. Por lo tanto, sería tal vez “más Europa”, pero también una Europa de austeridad autoritaria que podría resultar

---

inquietante para muchos. Es posible que hayamos llegado a un punto tal en la crisis, a un “estado de emergencia” tan grave que ya haya germinado esa futura realidad constitucional de la UE. De ser así, de los dos objetivos del PEC, estabilidad y crecimiento, habríamos puesto todo el énfasis en la estabilidad y dejado de lado el crecimiento, lo que podría ser una bomba de relojería para la cohesión social a largo plazo en los países de la Unión.

*Ignacio Molina*

*Investigador principal de Europa en el Real Instituto Elcano y profesor de la Universidad Autónoma de Madrid*

*Federico Steinberg*

*Investigador principal de Economía Internacional en el Real Instituto Elcano y profesor de la Universidad Autónoma de Madrid*