

# La crisis financiera global como oportunidad para el fortalecimiento de la Unión Europea

Clara Crespo

Técnico Comercial y Economista del Estado

y

Federico Steinberg

Investigador Principal de Economía Internacional del Real Instituto Elcano y

Profesor de la Universidad Autónoma de Madrid

---

**Resumen:** Este trabajo sostiene que la crisis financiera global ha puesto de manifiesto las debilidades de la gobernanza económica europea, pero que supone una oportunidad, tanto para su fortalecimiento, como para mejorar su hasta ahora débil liderazgo internacional. Será necesario un esfuerzo para aprovechar esta oportunidad. Tras explicar brevemente las causas de la crisis financiera y el desarrollo de la recesión se examina la respuesta europea a la crisis. A continuación se debaten los retos económicos a los que la Unión Europea y la zona euro deberán enfrentarse, que son una combinación de viejas asignaturas pendientes con nuevas necesidades que han aparecido a raíz de la crisis. Por último, se analizan las implicaciones del Tratado de Lisboa para la gobernanza de la zona euro. El trabajo concluye que la Unión debe resolver estos retos para evitar perder peso a grandes zancadas frente a los países emergentes en la arena internacional.

**Palabras clave:** Unión Europea, crisis, recesión, liderazgo, política fiscal, proteccionismo, Pacto de Estabilidad y Crecimiento, Estrategia de Lisboa, Tratado de Lisboa.

**Índice:** 1. Introducción. 2. De la crisis financiera a la recesión económica. 3. La reacción de la Unión Europea ante la crisis. a) El liderazgo político en el momento de máxima incertidumbre. b) Política monetaria. c) Política fiscal. d) Avances en la regulación financiera: grupo Larosière. e) Ayuda a la balanza de pagos. f) El papel de la Unión Europea en el G-20 y en la reforma de las instituciones de Bretton Woods. 4. Retos para la Unión Europea y la zona euro. a) Estrategias de salida. b) Deuda pública, envejecimiento de la población y potencial de crecimiento. c) El futuro de la supervisión de las políticas económicas: el Pacto de Estabilidad y Crecimiento y la Estrategia de Lisboa. 1) El Pacto de Estabilidad y Crecimiento. 2) La Estrategia de Lisboa. 3) ¿Un nuevo sistema de supervisión de las políticas económicas? d) Criterios de adhesión a la zona euro. e) Representación externa de la zona euro. f) La propuesta del Tesoro único europeo. g) El euro como moneda global. 5. Implicaciones del Tratado de Lisboa para la zona euro. a) El reparto de poder entre la Comisión Europea y el Consejo ECOFIN. b) Fortalecimiento del Eurogrupo frente al ECOFIN. c) Cambios que afectan al BCE. d) Normas de votación. e) El papel del Parlamento Europeo. 6. Conclusión.

---

## 1. Introducción

La crisis financiera global supone una oportunidad tanto para el fortalecimiento político, económico e institucional de la zona euro, y por ende, de la Unión Europea, como para mejorar su hasta ahora débil liderazgo internacional. Esta oportunidad aparece precisamente en el momento en el que la Unión Europea estaba perdiendo peso relativo en el entramado internacional en favor de las potencias emergentes. Sin embargo, nada garantiza que vaya a ser capaz de aprovecharla. Para hacerlo es imprescindible que refuerce su gobernanza económica y financiera interna mejorando la coordinación en el ámbito de política fiscal, estableciendo incentivos adecuados para realizar reformas estructurales y fortaleciendo la representación exterior de la zona euro, todo lo cual permitirá que la moneda única europea pueda llegar a rivalizar con el dólar como moneda de reserva internacional a largo plazo.

Si la Unión Europea consigue avanzar en estos frentes y continúa manteniendo una posición común de liderazgo técnico e intelectual en la respuesta a la crisis financiera y a la recesión económica, su influencia en un mundo crecientemente multipolar podría aumentar. Además, la entrada en funcionamiento del Tratado de Lisboa a finales de 2009, permitirá a la Unión contar con nuevos instrumentos para profundizar la integración y fortalecer su presencia externa mediante la figura del Presidente del Consejo y el Alto Representante para la Política Exterior y de Seguridad Común, que pasa a ser, además, Vicepresidente de la Comisión Europea.

La ventana de oportunidad que ha abierto la crisis llevará a un replanteamiento del modelo liberal anglosajón en favor de las concepciones socioeconómicas que representa la Europa continental. Si la Unión Europea no logra aprovechar esta oportunidad, continuará perdiendo influencia en el mundo y no será capaz de promover sus principios y valores en la cada vez más necesaria gobernanza global, que incluye tanto aspectos estrictamente económicos como retos más amplios, como la lucha contra el cambio climático y la pobreza, donde la Unión Europea está llamada a ejercer el liderazgo.

A lo largo de las próximas páginas desarrollamos estas ideas. La estructura del trabajo es la siguiente. En la segunda sección, se explican brevemente las causas de la crisis financiera, cómo se ha transformado en una recesión global y cuáles son las perspectivas de recuperación a medio plazo para la economía mundial. En la tercera sección, se examina de forma crítica la respuesta europea a la crisis en diversos ámbitos. Se analiza el liderazgo intelectual y político de la Unión en las primeras fases de la crisis (que contrasta con el débil papel jugado por Estados Unidos), sus actuaciones de política monetaria y fiscal, sus propuestas de reforma de la regulación y la supervisión financieras, sus actuaciones para regular las ayudas al sistema financiero y apoyar a los nuevos Estados miembros y su papel en el G-20 y en la reforma de las instituciones de Bretton Woods. En particular, se destaca el papel de liderazgo de la Unión en las sucesivas convocatorias de las reuniones del G-20, que han convertido a este grupo (en el que hay seis países europeos más la Presidencia rotatoria) en el nuevo directorio de la gobernanza económica global. En la cuarta sección se debaten los retos económicos a los que la Unión Europea (y la zona euro) deberán enfrentarse, que son una combinación de viejas asignaturas pendientes con nuevas necesidades que han aparecido a raíz de la crisis. Así, el análisis se centra en cómo y cuándo llevar a cabo la retirada de los estímulos monetarios y

fiscales que se han puesto en marcha (lo que se conoce como el debate sobre las estrategias de salida) y en los retos a medio plazo derivados de los altos niveles de endeudamiento y el menor potencial de crecimiento de la economía europea en el futuro. Ello requerirá avances en los mecanismos de coordinación fiscal y sobre todo reformas estructurales en línea con la conocida Estrategia de Lisboa, tanto para aumentar el crecimiento potencial como para hacer frente al envejecimiento de la población. En esta sección también se analizan los retos que el euro enfrentará para convertirse en una moneda global en un momento en el que el dólar estadounidense se encuentra cuestionado. La quinta sección analiza las implicaciones del Tratado de Lisboa para la gobernanza de la zona euro. La última sección subraya los principales resultados del trabajo y esboza una estrategia para la Unión Europea en el mundo multipolar que emergerá de la crisis.

## **2. De la crisis financiera a la recesión económica**

La crisis económica global es el resultado de tres elementos combinados: la liberalización financiera de la década de los noventa, que no fue acompañada de una nueva regulación adecuada, el exceso de liquidez global, generado principalmente por la laxa política monetaria de Estados Unidos tras la desaceleración cíclica de principios de esta década, y el surgimiento de Asia con una enorme capacidad de ahorro, lo cual ha creado una oferta de recursos que se ha traducido en aumento del gasto y, por ende, en un boom económico en Estados Unidos. Estos factores han alimentado una euforia financiera que ha distorsionado la percepción del riesgo, llevando a un exceso de apalancamiento por parte de la banca y las empresas y a un sobreendeudamiento de las familias (Krugman 2009, de la Dehesa 2009a).

El boom económico americano se reflejó en el aumento del precio de los activos, tanto inmobiliarios como de otra clase. Unido a la escasa regulación del sector bancario no tradicional, que permitió el surgimiento de nuevos instrumentos e instituciones financieras, el boom en los precios desembocó en una burbuja. El desplome de los precios de la vivienda en Estados Unidos, que comenzó por la crisis del segmento sub prime en julio de 2007, precipitó la crisis porque el pinchazo de la burbuja generó importantes pérdidas bancarias, dando lugar a una situación en la que las instituciones financieras se encontraron con demasiada deuda y poco capital. Entonces se vieron obligadas a vender parte de sus títulos (la falta de liquidez les impedía solicitar nuevos préstamos a otros bancos), lo que deprimió aún más los precios y generó nuevas pérdidas, además de dejar sin crédito al sector productivo. Este círculo vicioso de desapalancamiento y descapitalización fue a la vez imparable y global. Solo una fuerte intervención pública a finales de septiembre de 2008 consiguió frenar el colapso del sistema financiero mundial.

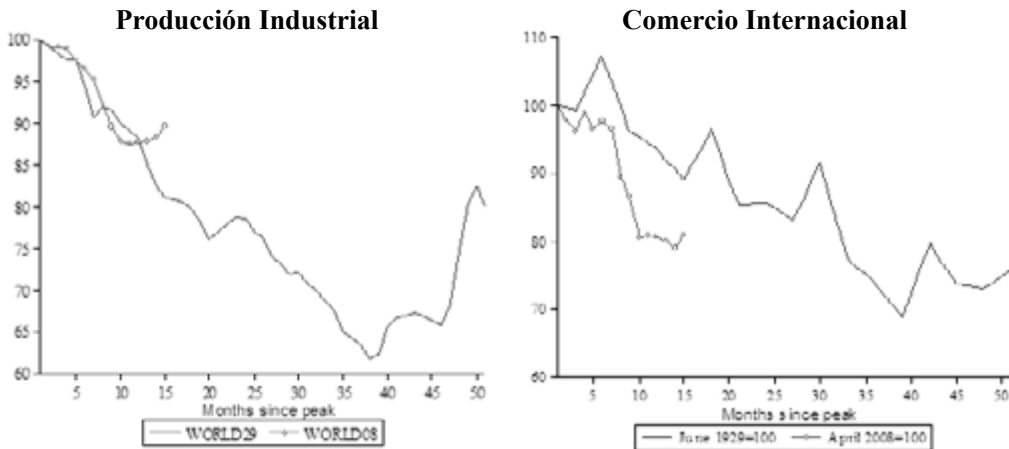
Sin embargo, nada pudo evitar una recesión prácticamente mundial, la peor desde la Gran Depresión, que además está teniendo importantes consecuencias geopolíticas (Altman 2008). La principal es la aceleración del auge de las potencias emergentes en detrimento de Estados Unidos y Europa, que se está plasmando en una redefinición de las instituciones de gobernanza económica global, desde el Fondo Monetario Internacional (FMI) hasta el paso del G-7/8 al G-20. Pero además la crisis está generando nuevos riesgos para la seguridad. Así, en febrero de 2009 el Director de la Oficina de Inteligencia de Estados Unidos declaró ante el Congreso

que la inestabilidad política en algunos países derivada de la crisis financiera era la mayor amenaza para la seguridad nacional en el corto y medio plazo, por encima del terrorismo<sup>1</sup>. En la misma línea, Moisés Naím, Director de la revista Foreign Policy, sostenía que el impacto adverso que la crisis está teniendo sobre las expectativas de prosperidad de las nuevas clases medias de las economías emergentes podría dar lugar a conflictos sociales e inestabilidad política. Además, una prolongada recesión que se estima que habrá destruido alrededor de 50 millones de empleos a finales de 2009, y que dejará sin posibilidades de financiación a los países pobres, podría alimentar el fundamentalismo y provocar que haya nuevos Estados fallidos, lo que tendría un tremendo efecto desestabilizador internacional. Por último, la crisis, al poner presión sobre los presupuestos públicos, podría reducir el gasto en seguridad, inteligencia y defensa, aumentando la vulnerabilidad de la mayoría de los Estados.

Volviendo a las implicaciones económicas del colapso financiero, ya nadie discute que la crisis ha dado lugar a la primera recesión global de carácter sincronizado en más de cincuenta años. Durante la segunda mitad de 2008 y durante 2009 se registraron caídas de la producción y del comercio internacional incluso mayores que durante el primer año de la Gran Depresión, que además fueron acompañadas de un espectacular aumento de las tasas de desempleo, tanto en los países avanzados como en desarrollo (véase gráfico 1). Y aunque desde finales de 2009 han comenzado a aparecer ciertos brotes verdes tanto en la producción como en el comercio internacional, persiste una importante incertidumbre acerca de la solidez de la incipiente recuperación.

**Gráfico 1**

**Comparativa entre la contracción de la producción industrial y el comercio mundial en la Gran Depresión y en la actual crisis**



Fuente: Eichengreen y O'Rourke (2009).

<sup>1</sup> Véase el informe sobre la Estrategia de Inteligencia Nacional (National Intelligence Strategy) en <<http://www.dni.gov/>>

A pesar de dicha incertidumbre, que se suele resumir en la pregunta de si la recuperación tendrá forma de V (rápida salida) o de W (salida pero nueva recaída a corto plazo por problemas de confianza y del sector financiero), es posible encontrar cierto consenso sobre las futuras tasas de crecimiento de los próximos años. Por ejemplo, en las previsiones de octubre de 2009 del informe de perspectivas del FMI se subraya que tras la profunda recesión la economía mundial ha iniciado la fase de recuperación, pero que esta será lenta y no estará exenta de riesgos (FMI 2009). Según el FMI, el PIB mundial caerá un 1,1% en 2009 y crecerá un 3,1% en 2010, pero no lo hará de forma homogénea. Las economías emergentes, sobre todo las asiáticas, liderarán la recuperación y crecerán al 1,7% en 2009 y al 5% en 2010 (China, gracias al importante estímulo fiscal de las autoridades y a la recuperación de la demanda global crecerá al 8,5% en 2009 y al 9% en 2010). Por su parte, las economías de los países ricos se contraerán un 3,4% en 2009 y crecerán a un lento 1,3% en 2010. La caída no será mayor gracias a los enormes estímulos fiscales, y la recuperación será más rápida en Estados Unidos que en la zona euro.

Las causas de esta incipiente reactivación de la actividad se encuentran en las ambiciosas políticas para sostener la demanda que tanto los países ricos como los emergentes han puesto en práctica y que explicaremos en el caso europeo en la siguiente sección. También ha jugado un papel clave la solidez del sistema multilateral de comercio, que está logrando mantener a raya la tentación proteccionista. En este sentido, puede afirmarse que se ha aprendido de los errores de la crisis del 29, cuando la reacción pública fue más tímida y mucho más lenta y cuando las devaluaciones competitivas y el aumento de los aranceles agudizaron la contracción. Desde el verano de 2007 (y especialmente tras la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008) los bancos centrales han reaccionado con rapidez recortando los tipos de interés y activando medidas heterodoxas para inyectar liquidez y sostener el crédito. Por su parte, los gobiernos han apoyado al sistema financiero con garantías e inyecciones de capital además de impulsar enormes paquetes de estímulo fiscal discrecional, que se añaden al aumento del gasto proveniente de los estabilizadores automáticos. Por último, aunque se han producido rebrotes proteccionistas, el colapso del comercio internacional (que ha caído más del 12% en 2009) responde más al desplome de la demanda y la falta de financiación que a la escalada de aranceles y otras barreras comerciales, lo cual es una buena noticia, ya que si se debiera a lo segundo sería más difícil de revertir una vez que llegue la recuperación.

Todas estas medidas han reducido la incertidumbre y han aumentado la confianza, lo que se refleja en una relativa normalización de la actividad de los mercados financieros y cambiarios. Los *spreads* se han reducido, los Estados solventes han vuelto a colocar su deuda soberana con facilidad, han mejorado los resultados de la banca y se ha depreciado el dólar mientras se apreciaban el euro y las monedas de los países emergentes; es decir, se ha vuelto a una situación financiera lo más parecida posible a la existente antes de la crisis, teniendo en cuenta que el negocio bancario va a tardar un tiempo en recuperarse.

Además, parece que las intervenciones públicas han alejado el riesgo de deflación y que los precios volverán a crecer de forma moderada en 2010. Esto es especialmente importante en una situación de alto endeudamiento como la actual porque la deflación aumenta el coste real de la deuda de familias, empresas y gobiernos, incentiva a posponer el consumo y no permite que haya tipos de interés reales negativos por muy bajos que sean los tipos de

intervención del banco central. Dicho de otro modo, una inflación moderada es bienvenida porque permite “licuar” las deudas mientras que la deflación las aumenta, lo que paraliza el consumo y hace prácticamente imposible que se consolide una recuperación.

A pesar de todas estas buenas señales, persisten importantes riesgos a nivel global. Primero, que el proceso de desapalancamiento y reconocimiento de pérdidas en el sistema financiero todavía no se ha completado. Esto significa que el crédito podría estancarse en los países ricos y además, si afloran nuevos problemas en el sistema bancario, las expectativas podrían volver a deteriorarse, lo que llevaría a una recaída de la actividad. Segundo, que los países en desarrollo que dependen de la financiación exterior podrían tener problemas para obtener capital, lo que podría generar inestabilidad económica y política de consecuencias difíciles de prever. Tercero, que los precios del petróleo podrían comenzar a subir incluso antes de que la recuperación se consolide, tanto por el aumento de la demanda como por el exceso de liquidez. Ello podría forzar a los bancos centrales a subir los tipos de interés para evitar los riesgos inflacionistas antes de lo que sería deseable, con el consiguiente impacto negativo sobre la recuperación. Por último, que el desempleo seguirá siendo elevado hasta bien entrado 2010, superando el 10% en Estados Unidos y el 11% en la zona euro, con importantes diferencias entre los distintos países (la tasa de desempleo de España seguirá siendo la más alta de la zona euro y podría rozar el 20% en 2010).

En definitiva, el gran crack de 2008 ha dado lugar a una recesión global de enorme intensidad cuyas consecuencias económicas y políticas a largo plazo todavía son difíciles de anticipar. Como veremos a continuación, la reacción de la Unión Europea ante la crisis ha servido para reforzar a la Unión en algunos aspectos aunque ha mostrado sus debilidades en otros. Y a largo plazo, si la crisis acelera el auge relativo de las potencias emergentes, fuerza la reforma del FMI y consolida el G-20 como punto focal de la gobernanza económica global, la Unión Europea tendrá que diseñar una estrategia para aumentar su peso internacional a riesgo de perder influencia en el mundo.

### **3. La reacción de la Unión Europea ante la crisis**

#### *a) El liderazgo político en el momento de máxima incertidumbre*

La Unión Europea ha sido capaz de dar una respuesta coordinada a la crisis financiera y de aportar liderazgo técnico y político en los momentos de máxima incertidumbre. Aunque tras la quiebra de Lehman Brothers el 15 de septiembre de 2008 los países europeos pusieron en marcha acciones unilaterales y descoordinadas, en un corto espacio de tiempo fue posible que el Eurogrupo, el Reino Unido, el Banco Central Europeo (BCE) y el Presidente de la Comisión Europea acordaran una postura común que luego adoptaron los 27 Estados miembros de la Unión. El ECOFIN del 7 de octubre acordó que la respuesta debía ser coordinada, pero sin entrar en detalles. Sin embargo, la cumbre de urgencia del Eurogrupo convocada por Sarkozy el 12 de octubre llegó a un acuerdo sobre las principales líneas de actuación para evitar el colapso bancario y suavizar la caída de la actividad económica. Se ampliaron las garantías a los depósitos bancarios hasta 50.000 euros para evitar un pánico bancario, se establecieron mecanismos

para avalar las operaciones en el mercado interbancario y se adoptaron reglas comunes para los paquetes de rescate del sistema financiero, para los que se habilitaron más de 2 billones de euros, la mayoría de ellos en forma de garantías bancarias. Se percibía que en menos de un mes la Unión Europea se hacía cargo de la situación y reaccionaba con liderazgo político.

Además, la propuesta de Gordon Brown de nacionalizar parcialmente el sistema bancario para recapitalizarlo resultó ser la estrategia más adecuada y fue la que adoptaron varios países europeos y, posteriormente, Estados Unidos, lo que colocó a la Unión Europea en general y al Reino Unido en particular en una posición de liderazgo intelectual en la respuesta a la crisis.

Por último, fueron Gordon Brown y Nicolas Sarkozy quienes plantearon la necesidad de convocar una cumbre del G-20 para buscar una respuesta coordinada y global a la crisis y reformar el sistema financiero internacional. A dicha reunión, que se celebró en Washington el 15 de noviembre de 2008, asistieron siete países de la Unión Europea (los cuatro miembros permanentes del G-20, más España, Holanda y Polonia), por lo que Europa fue el área del mundo con mayor representación, tanto absoluta como en relación a su PIB. En dicha reunión se acordó una hoja de ruta y se crearon grupos de trabajo para debatir los distintos temas, además de convenir el lanzamiento de un paquete de estímulo fiscal mundial y simultáneo. El paquete de Estados Unidos ascendió a 787.000 millones de dólares. El de la Unión Europea ascendía a más de 200.000 millones de euros. Ninguno de los paquetes han estado exentos del debate sobre la combinación que había que aplicar de aumento del gasto o reducción de impuestos así como de a qué partidas había que destinar el gasto (Pisani Ferry et al. 2009), como veremos más adelante para el caso europeo.

En abril y en septiembre de 2009 el G-20 volvió a reunirse, en Londres y en Pittsburgh. En la reunión de Pittsburgh decidió superponer su siguiente encuentro, antes del verano de 2010, a la cita del G-7/8 en Canadá, de forma que el G-20 se configura como el principal órgano de cooperación económica internacional, reflejando por primera vez de forma palpable el cambio estructural que ha vivido la economía mundial desde hace treinta años. El G-20 es más representativo que el G-7/8, y por tanto, goza de más legitimidad. Además, al incluir a las principales economías del mundo es un órgano cuyas decisiones tienen gran impacto. Se trata, por tanto, de un grupo lo suficientemente grande y representativo de las principales economías como para tener legitimidad y lo suficientemente pequeño como para ser efectivo. La elevada representación europea en el G-20 parece haberse consolidado. Tanto España como Holanda, que no son miembros permanentes, han asistido a todas las cumbres celebradas hasta el momento.

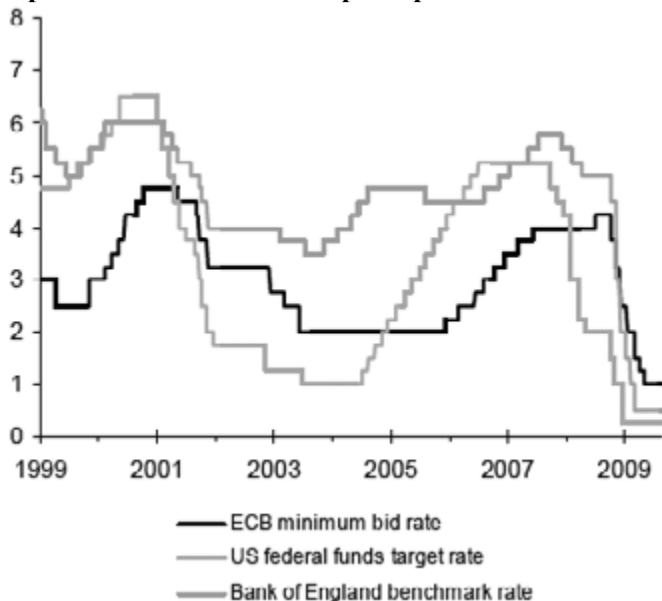
Por todo ello, en la respuesta a la crisis financiera en el momento de máxima incertidumbre, tras la caída de Lehman Brothers, la Unión Europea jugó un papel primordial, contrastado con el inmovilismo de la Administración Bush (que se encontraba en el periodo de transición hacia la Administración Obama) y con la relativa inacción de los países emergentes, que tendieron a volcarse hacia dentro.

## *b) Política monetaria*

Los bancos centrales de la Unión Europea respondieron rápidamente al colapso del mercado monetario. El 8 de octubre de 2008, tras la caída de Lehman Brothers, el BCE, el Banco

de Inglaterra y otros bancos centrales de países no miembros del euro bajaron sus tipos de interés de intervención de forma coordinada con los demás bancos centrales de los principales países del mundo, desde la Fed hasta el Banco Central chino. A esta acción coordinada le siguieron varias bajadas más a lo largo de 2009 hasta encontrarse los tipos en los niveles más bajos de la historia a finales de año. En octubre de 2009, los tipos de interés de la Fed se encontraban en 0-0,25%, los del Banco de Japón en el 0,1%, los del BCE en el 1% y los del Banco de Inglaterra en el 0,5% (ver gráfico 2).

**Gráfico 2**  
**Tipos de intervención de los principales bancos centrales**



Fuente: Comisión Europea DG ECFIN (2009).

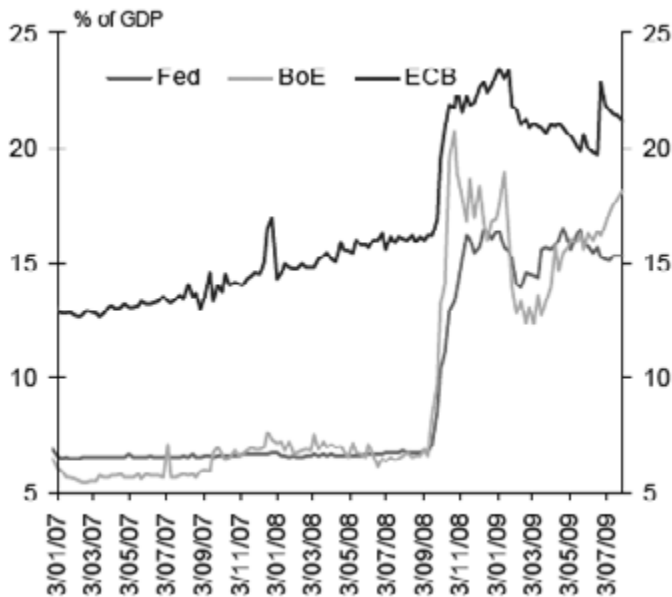
Adicionalmente, el BCE eliminó las subastas de forma temporal, de manera que, al tipo de interés de intervención, satisfacía toda la liquidez solicitada por los bancos. Con ello, los tipos a un día cayeron hasta prácticamente el cero por ciento. Además, gracias a un acuerdo con la Fed, proveía de liquidez en dólares suavizando las tensiones en el mercado monetario en esta moneda. Otra decisión importante fue la de ampliar la lista de títulos aceptables como colateral para las operaciones principales de refinanciación, lo cual facilitaba el acceso de la banca comercial al banco central. Por último, incrementó el volumen de las operaciones de refinanciación a tres meses e introdujo operaciones a seis y a doce meses al objeto de proveer al sistema bancario de liquidez a un plazo más largo, realizando así las funciones del maltrecho mercado monetario.

Por otra parte, y de forma simultánea, los bancos centrales pusieron en práctica una política monetaria heterodoxa de compra de activos (conocida como expansión cuantitativa en Estados



Unidos y facilitación del crédito en Europa) sustituyendo a las instituciones financieras en el papel de intermediación en el mercado monetario. Con esta política han conseguido, además, aumentar la base monetaria, al objeto de evitar que la contracción del mercado monetario se tradujera en un desplome de la oferta de liquidez que agravara más la recesión económica, como sucedió en el Crack del 29 (Von Hagen 2009). Como ilustra el gráfico 3, esta expansión de su balance ha supuesto que la base monetaria de la Fed se haya más que doblado, la del Banco de Inglaterra casi se ha triplicado y la del BCE, con una intervención más modesta, haya aumentado “solo” en un 30%.

**Gráfico 3**  
**Balances de los bancos centrales en porcentaje del PIB**



Fuente: Comisión Europea DG ECFIN (2009).

Se ha criticado en algunas ocasiones la actuación del BCE porque se ha mostrado más cauto que la Fed en sus bajadas de tipos de interés y por haber puesto en práctica una expansión cuantitativa menor en proporción a la de la Fed o el Banco de Inglaterra. Hay que tener en cuenta que la caída de la velocidad a la que la base monetaria se transforma en oferta monetaria en el sistema bancario (multiplicador monetario) no ha sido tan espectacular en la zona euro como en los países anglosajones, por lo que no estaba justificado un incremento de la base monetaria de igual magnitud (Von Hagen 2009). Por otra parte, puede parecer, en el contexto de la crisis, que un nivel de tipos de interés al 1% es demasiado elevado y que hay que explotar el margen para reducirlos más. Sin embargo, la decisión de eliminar temporalmente las subastas de las operaciones de financiación equivale a proveer toda la liquidez necesaria a ese tipo de interés, con lo que se está atacando el problema original, que es el desplome de la liquidez.

La efectividad de la política monetaria hay que juzgarla, no solo en función de los canales de transmisión habituales de esta política, rotos por el pánico en los mercados financieros, sino en la medida en que ha evitado una crisis financiera y económica de mayor calado, así como porque ha evitado que se instaure la deflación, de donde es difícil salir.

La retirada del estímulo monetario se hará en dos frentes: por un lado, mediante la reducción del balance de los bancos centrales vendiendo activos y, por otro lado, mediante la subida de los tipos de intervención. En principio, ambos elementos son independientes, pero en la práctica es difícil separarlos en el tiempo. Los activos empezarán a venderse cuando la mejora en el mercado interbancario provoque el aumento de la velocidad a la que la base monetaria se transforma en oferta monetaria en el sistema bancario (el multiplicador monetario). En ese momento, habrá que contraer la base monetaria a riesgo de que su elevada cuantía actual se traduzca en un exceso de liquidez que derive en inflación.

Para vender los títulos es necesario que el mercado monetario esté funcionando de nuevo, lo cual exige que se haya reducido el endeudamiento bancario y que las instituciones financieras hayan recuperado la confianza entre ellas. Pero será precisamente entonces cuando el crédito y la economía real se estén recuperando y haya riesgo de presiones inflacionistas, lo cual exigirá subir los tipos de interés de intervención. Por tanto, será difícil separar en el tiempo ambos frentes de la retirada monetaria.

### c) *Política fiscal*

En los momentos inmediatamente posteriores a la caída de Lehman Brothers el 15 de septiembre de 2008 hubo titubeos respecto a la necesidad de poner en práctica un estímulo fiscal de forma coordinada (Pisani Ferry et al. 2009), que quedaron superados con la cumbre del Eurogrupo convocada por Sarkozy un mes después.

En una unión monetaria, y dados los enormes vínculos comerciales entre los países de la zona euro, el impacto macroeconómico de un impulso fiscal es tanto mayor si es simultáneo que si está descoordinado. Como parte del gasto nacional se filtra a la demanda del otro país vía importaciones, si hay países que no realizan dicho impulso fiscal están esperando a que el aumento del gasto de los socios reactive su demanda a través del comercio y, por tanto, aprovechando los fondos públicos de otros de forma oportunista. Por ello se consideró crucial que el esfuerzo estuviera coordinado a nivel internacional.

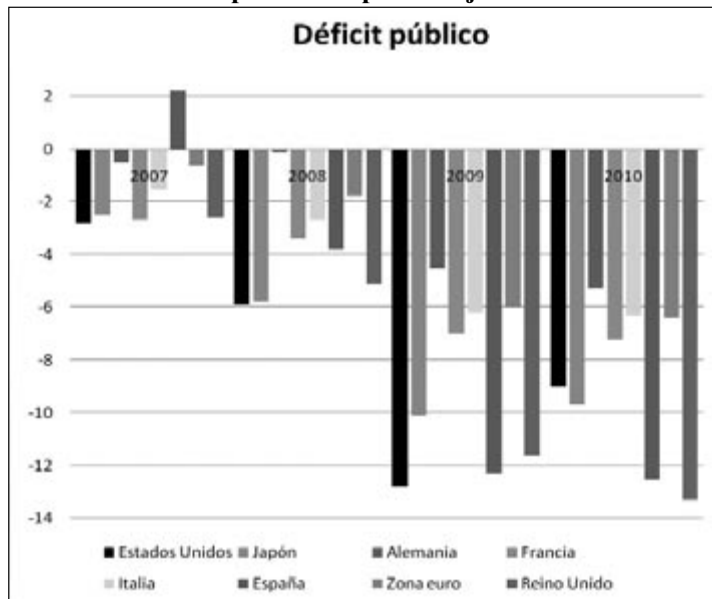
En este contexto, a finales de noviembre de 2008 la Comisión Europea emitió una Comunicación llamada Plan Europeo de Recuperación Económica (Comisión Europea, 2008b) guiando a los Estados miembros en el objetivo de estimular la demanda de manera coordinada. El Plan proponía un incremento del gasto de 200.000 millones de euros (equivalente a un 1,5% del PIB de la Unión). Dicho impulso se dividió en 30.000 millones de los fondos comunitarios y el resto de los Estados miembros, entendiéndose desde el primer momento que cada país realizaría un estímulo económico de diferente magnitud, pero que en conjunto el impulso de la Comisión y de los Estados miembros equivaldría al 1,5% del PIB. Asimismo, el Plan recomendaba que el impulso fiscal se hiciera a través de una combinación de subida del gasto y reducción de los impuestos y establecía las tres “Ts” del gasto: *timely, targeted and temporal*, o que tuviera impacto a corto plazo, que fuera destinado a los sectores que

más han sufrido la crisis y que fuera temporal, en el sentido de que se pudiera retirar al comprobarse la recuperación económica sin traducirse en gasto permanente. Además, el gasto debía destinarse a proyectos de inversión que fomentaran el crecimiento sostenible a largo plazo. Por otra parte, la reducción de impuestos, de ser parte importante del estímulo, debía ser temporal, al objeto de evitar que las familias ahorraran dicha renta adicional en vez de destinarla al consumo, con lo cual no se habría obtenido el efecto deseado sobre la demanda en ese mismo año. Así, el debate de marcado carácter político que tuvo lugar en Estados Unidos sobre la forma (aumento del gasto o reducción de impuestos) y el volumen de la intervención pública se salvó en el ámbito europeo dentro de la Comisión y el ECOFIN y no llegó a atraer la atención con la misma intensidad, ni siquiera en los ámbitos nacionales.

La intervención pública ha supuesto un rápido incremento del gasto en la mayoría de los países avanzados. Según cálculos de la Comisión Europea (2009), el impulso fiscal de los programas de estímulo económico en 2009 será equivalente a cerca de 2,5% del PIB en Estados Unidos y en España (los impactos más elevados), seguidos del 1,5% del PIB en el Reino Unido y Alemania y de menos del 1% en Francia y en Italia. En 2010 en Estados Unidos el impulso fiscal será de más del 3% de su PIB, pero en la mayoría de los países europeos será ya muy inferior (en España será del orden del 0,5% del PIB).

El resultado ha sido, además de la suavización del impacto de la recesión, un incremento importante del déficit público. Como indica el gráfico 4, en 2009 el déficit público en términos del PIB alcanzará los dos dígitos en Estados Unidos, España, el Reino Unido y Japón. El empeoramiento del saldo es especialmente acusado en España, que partía de una posición superavitaria.

**Gráfico 4**  
**Déficit público en porcentaje del PIB**

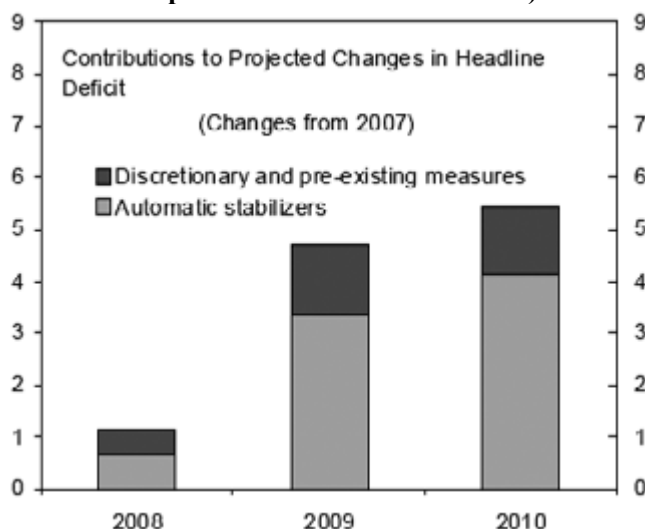


Fuente: elaboración propia con previsiones del World Economic Outlook del FMI, octubre de 2009.

Se puede separar el aumento del déficit generado por los estabilizadores automáticos y el que corresponde al estímulo fiscal discrecional aprobado para suavizar el efecto de la crisis. Como indica el gráfico 5, el componente discrecional equivale a solo un 1% del PIB de la zona euro y el resto del deterioro del déficit se puede atribuir a los estabilizadores automáticos. Por tanto, en principio, cuando se recupere la actividad económica esa parte del déficit desaparecerá. Sin embargo, la experiencia histórica muestra que el gasto tiene inercia y que es difícil revertir un déficit elevado en poco tiempo. Por ello, uno de los retos más importantes a los que se van a enfrentar los países de la UE durante la próxima década va a ser la consolidación fiscal, como veremos más abajo.

**Gráfico 5**

**Contribución de los estabilizadores automáticos y de la política fiscal discrecional al déficit presupuestario para la zona euro en conjunto (puntos porcentuales del PIB en comparación con el déficit de 2007)**



Fuente: Staff Report de las consultas del artículo IV del FMI con la zona euro, junio de 2009.

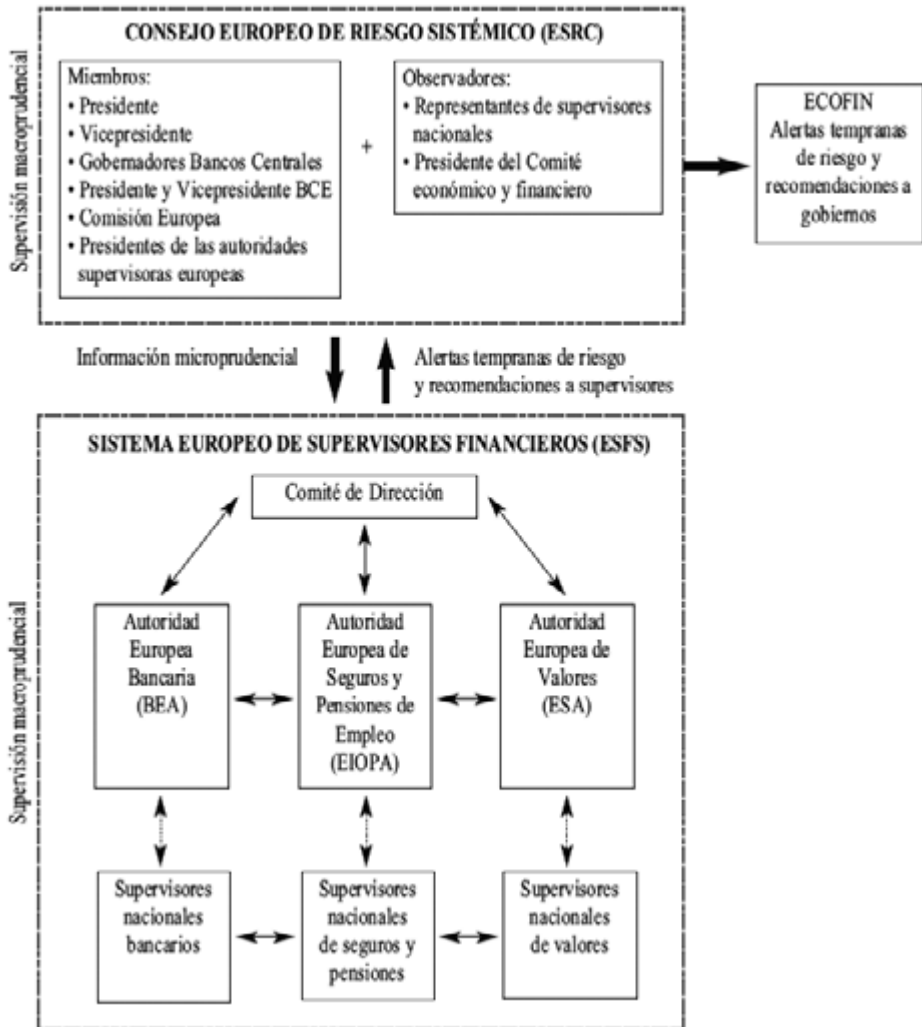
*d) Avances en la regulación financiera: grupo Larosière*

Aunque la crisis financiera tuvo su origen en instituciones estadounidenses, muchas entidades europeas sufrieron importantes pérdidas. Además, por sorprendente que parezca, el nivel de apalancamiento de los bancos europeos, así como su exposición a determinados activos tóxicos, superaba al de algunos bancos estadounidenses. De modo que la crisis puso de manifiesto la necesidad de mejorar tanto la regulación como la supervisión financiera en la Unión Europea. Por ello, se encargó a Jacques de Larosière, antiguo gobernador de la Banque de France y antiguo director ejecutivo del FMI, la dirección de un grupo especial que emitiera unas recomendaciones para mejorar la regulación financiera europea en el ámbito de prevención y gestión de crisis. En febrero de 2009 el grupo Larosière presentó su informe, que

ha sido la base de las propuestas que ha realizado la Comisión Europea y que han marcado la agenda de la revisión regulatoria, tanto en la Unión Europea como en el G-20.

El informe, constatando la debilidad del mecanismo europeo de respuesta ante crisis financieras establecido hace apenas dos años, ha recomendando una reforma en las áreas de supervisión macroprudencial, supervisión microprudencial (sobre todo en instituciones financieras transfronterizas) y avanzar en la cultura de supervisión comunitaria bajo el marco Lamfalussy (Vegara y García, 2009). El nuevo marco para la estabilidad y la supervisión financiera quedará estructurado como se indica en el esquema 1.

**Esquema 1**  
**Nuevo Marco para la estabilidad y la supervisión financiera europea**



Fuente: Fernández de Lis *et al.* (2009: 31).

En el ámbito de la supervisión macroprudencial, la mayor novedad va a ser la creación de un Consejo de Riesgo Sistémico liderado por el BCE. Estará encargado de velar por la estabilidad del conjunto del sistema financiero, ya que, como esta crisis ha demostrado, aunque las instituciones individuales estén supervisadas, el conjunto del sistema puede haber incurrido en un riesgo excesivo. Para esta supervisión se estudiarán los agregados de sectores como el inmobiliario, el nivel de apalancamiento del sistema, la velocidad de crecimiento del crédito, el comportamiento de las agencias de rating, y las instituciones de gran tamaño o consideradas sistémicas por las funciones que cumplen en el sistema financiero (Borio 2009). En caso de que este Consejo detecte una evolución desequilibrada de estas variables, emitirá una alerta temprana. Ahora bien, el efecto que tenga dicha alerta dependerá del grado de seguimiento que de la misma hagan los agentes privados. Al igual que en otros campos de las políticas públicas comunitarias, queda a discreción del Estado miembro afectado el seguimiento de las recomendaciones europeas, ya que se trata de un sistema basado en la confianza mutua y no en el poder de coacción. El problema es, como veremos en el caso de la supervisión de las políticas económicas, que este sistema puede que funcione o no.

En el ámbito microprudencial, se creará un Sistema Europeo de Supervisión Financiera, mecanismo que seguirá respetando la estructura descentralizada de los supervisores actuales pero que contará con tres nuevas agencias de coordinación a nivel europeo (la Autoridad Bancaria Europea, la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones y la Autoridad Europea de Valores). En general, en aquellos países donde la institución encargada de la supervisión era el banco central nacional, como en España, los resultados han sido mejores que donde eran otros organismos públicos (como en el caso de Alemania). Sin embargo, seguirá habiendo estas diferencias debido a las distintas tradiciones de cada país. Respecto al contenido de los cambios más importantes en el campo de la supervisión microprudencial, destaca la necesidad de revisar otra vez las normas de capitalización bancaria de Basilea II, recientemente puestas en práctica, para aumentar los requisitos de capital, reducir la prociclicidad del crédito y garantizar una mejor evaluación de los riesgos.

Estos cambios configuran un mecanismo descentralizado que coordinará a los organismos nacionales de supervisión prudencial. No se ha creado un supervisor financiero único para toda la Unión Europea porque tal opción (defendida por los más europeístas) se enfrenta a la oposición del Reino Unido, que no está dispuesta a ceder competencias regulatorias a Bruselas por miedo a socavar el poder financiero de la City.

En definitiva, la efectividad de estas nuevas instituciones, de aroma puramente comunitario, dependerá de su capacidad para conseguir que se tengan en cuenta sus recomendaciones; es decir, de si tiene dientes, como se dice en la jerga comunitaria. Si no, sus recomendaciones no tendrán más impacto que el que puedan tener las declaraciones públicas de un organismo con prestigio.

Por último, queda un importante camino por recorrer en varios temas. Por una parte, en el campo de las reglas de valoración contable, las cuales hay que redefinir y homogeneizar internacionalmente. Una de estas normas, la de valoración de los activos al precio de mercado (*mark to market*) y no al precio histórico de adquisición, provocó un ciclo vicioso al principio de la crisis por el que a medida que se iban desplomando los precios de los activos en el mercado los títulos que estaban en manos de los bancos se valoraban a precios cada vez menores. Esto supo-

nía que el capital bancario se contrajera debilitando todavía más al sistema financiero; es decir, que este principio de valoración al precio de mercado tiene efectos procíclicos que han mostrado ser muy peligrosos en momentos de pánico financiero. Por ello, el Consejo Internacional de Normas Contables debe acordar unos nuevos principios con menos efecto procíclico y que se puedan aplicar homogéneamente en todos los países. Por otra parte, es necesario revisar el mercado de las agencias de rating para evitar conflictos de intereses que oscurezcan las razones por las que se otorga una calificación crediticia u otra a un activo. Finalmente, en temas como la remuneración de directivos del sector financiero y la regulación de los *hedge funds* y de mercados de derivados financieros, se ha llegado a un acuerdo inicial en el ámbito de la Unión que deberá convertirse en legislación. Pero se trata de iniciativas que deben avanzar en paralelo en la Unión Europea y Estados Unidos en el marco del G-20 para evitar el arbitraje regulatorio. Y como son temas muy sensibles políticamente, su avance será lento.

Otra cuestión de distinto ámbito pero vinculada a la situación del sistema financiero es el tratamiento de los apoyos públicos a la banca para asegurar que no se vulnera la igualdad de condiciones en la competencia en el sector financiero, o lo que se conoce como asegurar el “level playing field”.

La solución inglesa en la intervención para salvar del colapso al sistema bancario consistió en la nacionalización de parte de la banca, opción que siguieron, con más o menos reticencias, el resto de los países afectados. Ante el espectacular aumento de las ayudas de Estado a la banca, la política de defensa de la competencia que ejerce la Comisión Europea pareció quedar en suspenso. Para evitarlo, la Comisión aprobó una guía para las ayudas de Estado a la reestructuración bancaria que asegure que no se vulnera el principio de que se compite en igualdad de condiciones. Esta guía requiere a las entidades dar información completa y transparente al Estado, les obliga a reestructurarse de forma que en un futuro puedan seguir ejerciendo su actividad sin las ayudas públicas, y establece el requisito de “reparto de la carga equitativo” de las pérdidas bancarias entre el Estado, la entidad y sus accionistas. Asimismo, se prohibió temporalmente realizar adquisiciones a las entidades que hubieran recibido ayuda. Queda por ver si efectivamente el mercado único, que es uno de los principales avances de la Unión Europea, no se va a ver negativamente afectado a medio plazo por las distorsiones que han introducido las ayudas públicas.

#### *e) Ayuda a la balanza de pagos*

Las turbulencias financieras desatadas por la crisis pusieron una especial presión sobre los flujos de financiación exterior de algunos de los Estados miembros de reciente incorporación. Así, tras años de fuerte (pero desequilibrado) crecimiento, que se basaba en exceso en los flujos de capital externos, la crisis ha supuesto problemas especialmente graves para los países del Este pertenecientes a la Unión (pero no a la zona euro). Para apoyarlos, la Unión Europea activó el programa de ayuda a la balanza de pagos de Estados miembros y, entendiendo la magnitud del problema, dobló el límite disponible de esta línea de financiación de 25.000 a 50.000 millones de euros en primavera de 2009. Varios países (Hungria, Letonia y Rumanía) se han beneficiado de esta financiación con un efecto de estabilización de los mercados y cese de las presiones sobre sus monedas.

A la ayuda europea y del FMI se añadió en algunos casos la bilateral, en función del interés que puedan tener los países vecinos según la presencia de sus bancos en el país que sufre los problemas de financiación. Así ha sido en el caso de Letonia, donde la ayuda se ha completado con aportaciones de los países nórdicos, que se verían especialmente afectados en caso de quiebras bancarias en Letonia.

Por último, la UE trata de coordinarse estrechamente con el FMI, que es el principal proveedor de ayuda a la balanza de pagos. En esta ocasión, incluso las misiones de supervisión se están realizando conjuntamente entre la Comisión Europea y el personal del FMI. Las fricciones siguen surgiendo, sobre todo en lo referente a las recomendaciones de política económica y la condicionalidad a exigir, pero al menos se ha reducido una fuente de incoherencias en las recomendaciones. El caso de Letonia, con un régimen de tipo de cambio fijado a los derechos especiales de giro (la unidad de cuenta del FMI), ha sido un claro ejemplo de cómo dichas fricciones se han suavizado gracias a la cooperación entre la Unión Europea y el FMI. Este último consideraba que, para seguir recibiendo ayuda a la balanza de pagos, la moneda debía sufrir una devaluación, mientras que la Unión Europea ha venido apoyando el mantenimiento del tipo de cambio fijo en todos los nuevos Estados miembros cuya moneda ha sufrido ataques con la crisis con el objetivo de evitar introducir mayor inestabilidad en la zona. En este caso, ha primado la visión de la Unión Europea y el FMI ha aplicado los requisitos de condicionalidad que sugería Bruselas (es decir, sin exigir la devaluación), lo cual ha reducido una fuente de incoherencias que, con toda seguridad, en otro caso habría supuesto un problema importante para este país.

*f) El papel de la UE en el G-20 y en la reforma de las instituciones de Bretton Woods*

En las cumbres del G-20 de Londres y Pittsburg se ha renovado el impulso para reformar las instituciones de Bretton Woods, el FMI y del Banco Mundial. La justificación para la reforma, que lleva sobre la mesa al menos una década, es que la única forma de que el FMI sea efectivo es que los países en desarrollo lo consideren una institución legítima, algo que en la actualidad no sucede porque el reparto de votos en la institución está obsoleto y no refleja el actual peso de las potencias emergentes en la economía mundial. Esto abre un importante dilema para la Unión Europea, porque una nueva reforma del FMI en la misma dirección que la aprobada en 2006-2008, supondría una pérdida de su peso a favor de las economías emergentes, además de aceptar que su Director General deje de ser un europeo. Por ello, en el futuro sería importante que los países de la Unión Europea, en vez de tener una estrategia defensiva de mantenimiento del status quo, logren mantener una posición común y plantear iniciativas para reforzar, no solo el papel del FMI, sino el del resto de instituciones económicas multilaterales, ya que es de esperar que tanto Estados Unidos como las economías emergentes se resistan a aceptar reglas económicas supranacionales.

Más allá de que estos cambios se materialicen, la crisis ha permitido al FMI recuperar parte de su legitimidad y salir reforzado desde el punto de vista financiero. Tras años de marginación ha vuelto a encontrar su razón de ser. Así, en el seno del G-20, se ha acordado triplicar sus fondos hasta los 750.000 millones de dólares, realizar una nueva emisión de DEG y permitirle emitir bonos para facilitar su labor como cuasi prestamista de última instancia.



Al mismo tiempo, se ha generalizado el uso de la nueva línea de crédito flexible, que permite a los países que hayan puesto en marcha políticas adecuadas en el pasado pedir prestado al Fondo sin necesidad de realizar nuevas reformas, lo que supone una modificación sustancial del concepto de condicionalidad, que tanto contribuyó a minar su legitimidad en el pasado. Además, el G-20 ha impulsado un nuevo proceso de reforma de sus cuotas que tendrá que terminar en 2011. A lo largo de todo este proceso la Unión Europea ha tenido mucha visibilidad, tanto porque su Director Gerente, el francés Dominique Strauss-Kahn ha ejercido un liderazgo reconocido internacionalmente, como porque los países europeos han estado entre los más generosos a la hora de aumentar la financiación al Fondo.

Por otra parte, el G-20 ha encomendado al FMI (y también a otras instituciones) la labor de mejorar la estabilidad del sistema financiero internacional y evitar futuras crisis. Por ejemplo, el personal del FMI se va a ocupar de realizar la supervisión de las políticas económicas de los países del G-20 bajo el Marco del G-20 para el Crecimiento Sostenible y Equilibrado. El objetivo es que dichas políticas sean coherentes entre sí y no vuelvan a reproducir los desequilibrios macroeconómicos.

Una vez analizadas las respuestas de la Unión Europea a la crisis, podemos centrarnos en los retos a los que se enfrenta. Algunos de ellos son viejas asignaturas pendientes; otros han salido a relucir con la crisis. Procedemos a hacerlo en la siguiente sección.

#### **4. Retos para la Unión Europea y la zona euro**

A pesar de que, como hemos visto en la sección precedente, la crisis ha reforzado el papel de la Unión Europea, también ha puesto de manifiesto sus debilidades. Son precisamente estas debilidades políticas internas las que no permiten a la Unión aumentar su proyección externa, puesto que tanto el poder como la influencia en política exterior emanan de la fortaleza interna, tanto en el ámbito económico como en el político.

El sí irlandés al Tratado de Lisboa y la desaparición de los obstáculos checos han abierto la puerta para que el 1 de diciembre de 2009 entrara en vigor el Tratado, cuyo contenido, recordemos, lleva intentando aplicarse desde que se creó la Convención Constituyente. Como veremos en la quinta sección, el Tratado de Lisboa, a pesar de sus deficiencias, incorpora importantes cambios institucionales que mejoran la gobernanza europea y de la zona euro y que van a ser el marco de referencia normativo para los temas que se tratan a continuación.

##### *a) Estrategias de salida*

El debate sobre las estrategias de salida, que muy probablemente será el principal foco de las discusiones en política económica durante los próximos dos años, se centra en cómo y cuándo revertir los enormes estímulos económicos que se han activado para suavizar la crisis.

La estrategia de salida es un concepto de dimensión variable según el país o la institución que tenga el micrófono (Crespo 2009b). Para Estados Unidos, incluye la retirada del impulso fiscal pero también el reequilibrio de la demanda mundial (que pasa por un mayor gasto chi-

no y revaluación del yuan). En Europa, se enfatiza la coordinación de la retirada monetaria con la fiscal, o lo que se conoce como el *policy mix* correcto y los efectos externos de las decisiones de política económica que se tomen en un país sobre los demás. Incluso dentro de Europa hay diferencias importantes: los nórdicos ponen el acento en la retirada fiscal, porque es sabido que los incrementos de gasto que se aprueban en una época extraordinaria tienden a asentarse incluso después de que pase el momento de urgencia y luego son muy difíciles de revertir. Mientras, para el resto, incluida España, la estrategia de salida debe incluir una estrategia de crecimiento a largo plazo para que la retirada fiscal no provoque que caigamos en un crecimiento tipo “L”. A todos ellos les preocupa la forma y el momento de la retirada monetaria, pero se da por sentado que los bancos centrales actuarán independientemente, por lo que parece poco realista tratar de incluirlos en un plan conjunto.

Podemos asumir que las estrategias de salida incluyen, sin lugar a dudas, la política monetaria y la política fiscal, y que en el centro de la cuestión está el tema de cuál será el momento de retirada de cada una y cuál debe ser la combinación óptima de contracción fiscal y monetaria. Además, aspectos como la retirada del apoyo al sistema financiero, el reequilibrio de la demanda mundial y los realineamientos de las monedas asiáticas, el modelo de crecimiento a largo plazo en Europa y las reformas estructurales están también encima de la mesa.

Hay dos cuestiones importantes en las estrategias de salida: por una parte, cuál es el momento de retirar los estímulos y, por otra, cuál debe ser la combinación de contracción fiscal y monetaria. Con respecto a la primera, se alerta contra el riesgo de retirarse demasiado pronto y cometer “los errores de 1937”, refiriéndose al año en que la Administración Roosevelt, creyendo que la Gran Depresión estaba vencida, introdujo nuevos impuestos aplicando de hecho una contracción fiscal. El resultado fue un nuevo resbalón del crecimiento. Por ello, los gobiernos no desean comenzar a reducir el gasto público (ni los bancos centrales a subir los tipos de interés) a menos que la recuperación esté bien clara. Sin embargo, si los estímulos públicos se mantienen durante demasiado tiempo, se corre el riesgo de sobrecalentar la economía, provocar inflación (que a la postre obligará a subir los tipos de interés), generar una nueva burbuja en el precio de los activos y continuar aumentando los niveles de déficit y deuda pública hasta que haya una crisis de insostenibilidad.

Con respecto a la segunda, o cuál debe ser la combinación de contracción fiscal y monetaria, se plantean dilemas de difícil resolución, como vemos a continuación.

Si lo primero que sucede es que se suben los tipos de interés, el coste de la deuda pública se disparará y será más difícil todavía que las cuentas públicas vuelvan a una senda sostenible. Además, aumentará el coste de financiación también para las empresas, con el consiguiente efecto de expulsión de la inversión privada, con lo que la recuperación puede retrasarse. La experiencia histórica muestra que un *policy mix* de “fiscal expansiva-monetaria contractiva” es peor para el crecimiento económico que una situación donde la contracción viene por el lado fiscal, dejando margen a la política monetaria para seguir estimulando los proyectos de inversión. Por ello, lo mejor es que lo primero sea la retirada del gasto público discrecional y esa es la opción con la que se trabaja en los foros internacionales y, en concreto, en el G-20.

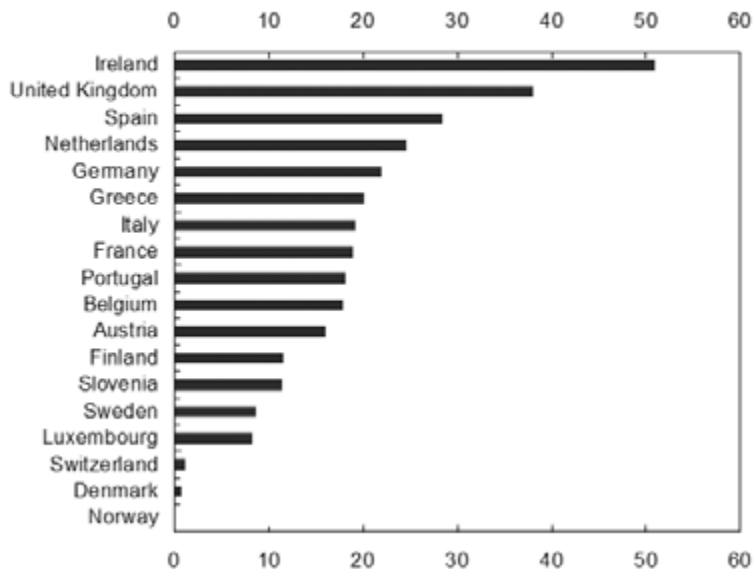
Por lo tanto, como se va confirmando la recuperación (la mayoría de los países recobrarán tasas de crecimiento positivas, si bien bajas, durante 2010), muchos deben poder planear una

consolidación fiscal ya para 2010, lo cual requiere elaborar presupuestos contractivos a finales de 2009. Conviene tener presente que la política fiscal tiene el problema de que existe un retardo temporal difícil de determinar entre el momento en el que el gobierno decide retirar el gasto y el momento en el que la contracción surte efecto en la economía real. Por ello, podría suceder que, si el retardo es demasiado largo, aparezcan presiones inflacionistas que obliguen al Banco Central a subir los tipos de interés antes de que el gasto público empiece a reducirse. Por lo tanto, es necesario diseñar una política de contracción fiscal creíble sin esperar a que la recuperación sea firme y aplicarla con decisión una vez que dicha recuperación sea segura.

Ahora bien, también la estrategia de “contracción fiscal primero” tiene riesgos. En primer lugar, el riesgo de que, para compensar el efecto recesivo de la consolidación fiscal, los bancos centrales sigan manteniendo los tipos muy bajos durante demasiado tiempo. Como hemos aprendido con la reciente explosión de la burbuja inmobiliaria y financiera, los tipos de interés demasiado bajos también suponen un riesgo importante, incluso aunque no haya inflación en los bienes de consumo, porque pueden provocar una burbuja en otros activos.

En segundo lugar, existe el riesgo de que la banca no se haya recuperado del endeudamiento y el crédito siga bajo mínimos. En ese caso, la “contracción fiscal primero” estaría dejando todo el papel de impulsar a la economía a un canal, el del crédito, que todavía no funciona bien.

**Gráfico 6**  
**Previsión de incremento de la deuda pública en algunos países**  
**Projected Changes in Public Debt**  
*(Percent of GDP; change end-2007 –end-2010)*



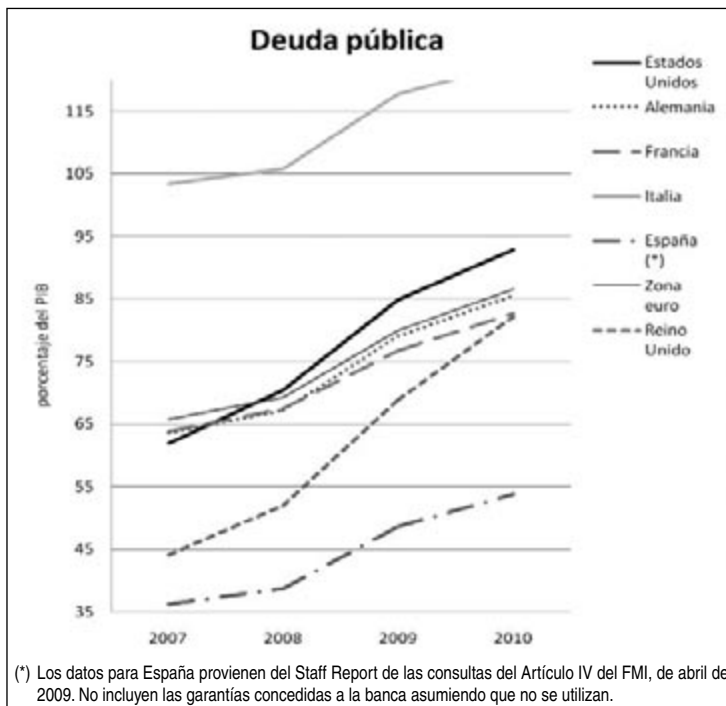
Fuentes: IMF, *World Economic Outlook* y IMF staff calculations.

Pero a pesar de que existan estos interrogantes, la alternativa, que es comenzar con la contracción monetaria, tiene todavía mayores problemas (como hemos visto, el incremento del coste de financiación para el sector privado y público). En definitiva, parece que la combinación de política fiscal contractiva con política monetaria expansiva es mejor para el crecimiento económico a medio plazo. Así, la laxitud monetaria podrá seguir estimulando los proyectos de inversión una vez que se haya materializado la retirada del gasto público discrecional, siempre que las presiones inflacionistas lo permitan y que el sistema financiero funcione de forma relativamente normal.

*b) Deuda pública, envejecimiento de la población y potencial de crecimiento*

Aún suponiendo que las autoridades sean capaces de diseñar estrategias de salida fiscal efectivas y que el crecimiento se recupere, esta crisis ha generado un agujero en las arcas públicas de enormes proporciones que habrá que cerrar. Como se ilustra en el gráfico 6, el salto en la deuda pública va a ser de alrededor de 20 puntos porcentuales del PIB en media en los países ricos. Los niveles de deuda se situarán muy por encima del valor de referencia europeo del 60% del PIB en muchos países en 2010 (véase gráfico 7).

**Gráfico 7**



Fuente: elaboración propia con previsiones del World Economic Outlook del FMI, octubre de 2009. Por comodidad para la representación, se excluye de la gráfica el dato de Japón, cuya deuda pública bruta se prevé que alcanzará el 226,6% del PIB en 2010.

Como hemos visto, la crisis ha incrementado la deuda en 20 puntos porcentuales del PIB, lo cual es similar a lo sucedido en anteriores crisis. Sin embargo, hay dos elementos especialmente preocupantes. El primero es que el incremento de deuda se ha generado en un contexto en el que el peso de la deuda sobre el PIB ya era bastante elevado en términos históricos en casi todos los países (no en España ni en Irlanda). El segundo, vinculado al anterior, es que este incremento de la deuda llega cuando se anticipan nuevas (y más elevadas) emisiones de deuda generadas por el efecto del envejecimiento de la población. El crecimiento insostenible de la deuda es peligroso en cualquier situación, pero como en los próximos años comenzará a jubilarse la generación del *baby-boom* en los países ricos, será necesario emitir gran cantidad de títulos de deuda para financiar las pensiones y el mayor gasto en sanidad, por lo que sería deseable tener de entrada unas finanzas públicas lo más saneadas posibles, algo que la crisis ha hecho mucho más difícil.

Se calcula que será a partir de 2015 cuando el gasto en pensiones y en sanidad comience a crecer rápidamente, y que lo hará más en los países que no hayan reformado sus sistemas de pensiones. En el Informe sobre Envejecimiento de 2009 de la Comisión Europea se estima que el aumento del gasto asociado al envejecimiento en los próximos quince años equivaldrá al 5% del PIB en España, 3,5% en Alemania y 3,3% en la media de la UE-27. Este problema es algo menor para Estados Unidos porque su población se encuentra menos envejecida y porque los sistemas públicos de educación y sanidad son menos generosos que en Europa. Por otra parte, Japón se enfrenta a los mismos retos que la Unión Europea.

Por ello, será necesario actuar en dos frentes: el de las reformas institucionales para asegurar la consolidación fiscal a largo plazo y el de las reformas económicas estructurales para aumentar el potencial de crecimiento y facilitar así una reducción de la ratio de deuda sobre el PIB.

En el primer apartado, serán necesarias reformas institucionales para avanzar en la consolidación fiscal y asegurar que se obtienen superávit presupuestarios elevados (y no simplemente un saldo equilibrado) en épocas de expansión. Por ello, es de esperar que se generalicen reglas fiscales como las Leyes de Estabilidad Presupuestaria españolas o el Pacto de Estabilidad y Crecimiento europeo, que “atan las manos” del gobierno corrigiendo su tendencia al exceso de gasto y a incurrir en déficit público. También pueden crearse Consejos Fiscales independientes (instituciones diseñadas siguiendo el modelo de los bancos centrales independientes) cuyas opiniones tengan suficiente visibilidad pública como para servir de “ancla” al gobierno para justificar la obtención de elevados superávit presupuestarios en época de expansión económica.

En el frente de las reformas estructurales serán necesarias políticas que aumenten el potencial de crecimiento de las economías desarrolladas, sobre todo las europeas, porque cuanto mayor sea el crecimiento, menos insostenibles serán los niveles de deuda que tendrá que afrontar la sociedad y más fácil será sanear las cuentas públicas. Ello supone avanzar en las reformas estructurales en línea con la Estrategia de Lisboa; es decir, mejorar el funcionamiento del mercado laboral para aumentar el dinamismo y la productividad de la economía, incrementar la inversión en I+D y potenciar una mayor competencia en los mercados de bienes y, sobre todo, de servicios. En la siguiente sección analizaremos este tema en mayor detalle centrándonos en el papel que la Comisión puede jugar a la hora de incentivar las reformas en los Estados miembros.

En cualquier caso, aunque se lleven a cabo estas reformas, existen motivos para pensar que el crecimiento de la economía europea a medio plazo no podrá ser tan elevado como en los años anteriores a 2007. Desde el punto de vista de la oferta, el aumento del desempleo a consecuencia de la crisis, que podría tener un componente estructural y permanente por el fenómeno de la histéresis, reducirá el potencial de crecimiento, tanto a causa de la caída de la actividad en determinados sectores como a causa del paso del tiempo, que “deprecia” las habilidades y conocimientos de los trabajadores que están en paro durante un largo periodo.

Además la crisis ha generado un parón generalizado de las inversiones, por lo que casi todas las economías se enfrentarán al problema de la obsolescencia del capital y, en el caso de la energía, el insuficiente crecimiento de las inversiones podría generar aumentos del precio del petróleo si la demanda se recupera y no se han acometido los proyectos necesarios en los sectores de extracción y refino. Unos mayores precios energéticos reducirían el potencial de crecimiento a través del aumento de los costes en todos los sectores de la economía.

Desde el punto de vista de la demanda, también hay motivos para pensar en que en el futuro habrá un menor crecimiento. Por una parte, cuando la crisis quede superada es previsible que los tipos de interés a largo plazo se incrementen, tanto por el aumento de la deuda pública como porque las autoridades monetarias quieran evitar los riesgos inflacionarios y la aparición de nuevas burbujas. Esto supondrá un mayor coste de financiación para el sector privado, que tendrá un impacto negativo sobre el crecimiento.

Además, los consumidores estadounidenses, que llevan décadas siendo el motor de la economía mundial, reducirán su nivel de gasto y aumentarán su tasa de ahorro porque están enormemente endeudados y porque la debacle inmobiliaria ha reducido su riqueza neta. Como las economías emergentes (sobre todo China) todavía tienen tasas de ahorro muy elevadas y Alemania y Japón no parece que vayan a incrementar su demanda interna ni sus exportaciones, no habrá quien recoja el testigo del consumidor norteamericano, por lo que la economía mundial tendrá que ajustarse a un menor nivel de gasto sin una locomotora que tire de la demanda<sup>2</sup>.

Volviendo al punto de vista de la oferta, pero con una perspectiva de más largo plazo, el envejecimiento de la población va a empezar a tener un impacto sobre las posibilidades de crecimiento económico y sobre las cuentas públicas a mitad de esta década, impacto que se profundizará entre 2020 y 2030. El envejecimiento reducirá la población activa en Europa, así como el dinamismo y la capacidad innovadora de trabajadores y empresas (tén-gase en cuenta que los trabajadores relativamente jóvenes tienden a ser más productivos, más innovadores y menos aversos al riesgo). Por tanto, las estimaciones de la Comisión Europea prevén que el crecimiento potencial de la economía europea dentro de unos veinte años esté alrededor del 1,5%, casi un punto porcentual por debajo de la tendencia actual. Puede parecer poco, pero una diferencia de un punto porcentual mantenida a lo largo de los años supone perder varias posiciones en el orden mundial respecto a otros países, sobre todo los emergentes.

---

<sup>2</sup> Se estima que a consecuencia de la crisis los consumidores estadounidenses dejarán de gastar unos 800.000 millones de dólares al año, aproximadamente la mitad del PIB español.

A continuación volvemos al corto y medio plazo para estudiar los instrumentos con los que cuenta la Unión Europea para fomentar el crecimiento potencial evitando así, en la medida de lo posible, la pérdida de posiciones relativas en peso económico respecto al resto del mundo.

*c) El futuro de la supervisión de las políticas económicas: el Pacto de Estabilidad y Crecimiento y la Estrategia de Lisboa*

Los instrumentos con los que cuenta la Unión para fomentar un crecimiento equilibrado y sostenible y, dentro de lo posible, elevado, son tres: la política monetaria única del BCE en la zona euro, que en buena medida marca la política monetaria del resto de países de Europa continental (no así la del Banco de Inglaterra, que al ser la tercera moneda del mundo puede actuar de forma más independiente); la política fiscal de los Estados miembros, coordinada bajo el Pacto de Estabilidad y Crecimiento; y las políticas de reformas estructurales o políticas económicas que afectan a la oferta, muy débilmente coordinadas bajo el paraguas de la Estrategia de Lisboa.

Como hemos visto, las tres patas de la política económica han reaccionado a la crisis financiera, que ha causado un proceso de revisión de los instrumentos existentes en política fiscal y de reformas estructurales, que es lo que vemos a continuación.

1) El Pacto de Estabilidad y Crecimiento

El Pacto de Estabilidad se creó al objeto de corregir el sesgo deficitario de los gobiernos de los Estados miembros y fomentar la consolidación fiscal en países que iban a compartir el mismo tipo de interés de referencia. Contiene dos partes. La primera es lo que se conoce como “brazo preventivo”, que consta de una serie de procedimientos en los que la Comisión y el resto de Estados miembros supervisan la política fiscal de cada país para prevenir a tiempo que incurra en déficit demasiado elevados. Esta parte no prevé multas, sino que se basa en la presión que sea capaz de ejercer el sistema institucional sobre el país en cuestión. La otra parte, llamada “brazo sancionador”, es la más ampliamente conocida. Prevé la imposición de medidas obligatorias y hasta multas si un país no hace ningún esfuerzo por corregir un déficit que se considere “excesivo”. Así, cuando el déficit sobrepasa el 3% del PIB, se abre un expediente de déficit excesivo y comienzan a contar los plazos para corregirlo bajo una serie de condiciones, flexibilizadas en la reforma del Pacto que se hizo en 2005 (Crespo 2007a). Esta parte del Pacto está mucho más pautada y reglamentada que la primera, ya que en el caso de países miembros del euro el incumplimiento reiterado de las recomendaciones puede llegar a la imposición de multas, lo cual no sucede en el brazo preventivo del Pacto.

Ha habido un intenso debate sobre las justificaciones del acuerdo (véase, por ejemplo, Eichengreen y Wyplosz, 1998). En general, se basan en que unos déficit demasiado elevados provocarían aumentos en el coste de los intereses de la deuda pública, lo que afectaría a todos los miembros, sea cual fuere su situación fiscal. También habría riesgo de que una deuda elevada en todos los países de la Unión provocara presiones políticas para que el BCE mantuviera los tipos de interés bajos y, por tanto, se registrara un incremento indeseable de

la inflación. La crisis y el salto en la ratio de la deuda pública que la ha seguido, así como las perspectivas del impacto del envejecimiento de la población en las cuentas públicas, han vuelto a dar máxima actualidad a estas justificaciones.

La otra justificación importante, que sigue hoy día en vigor, hace referencia a que los países de la zona euro han renunciado a la manipulación del tipo de cambio y a la política monetaria propia sabiendo que los ciclos económicos no están sincronizados (por ejemplo, España ha vivido un boom durante más de una década, desde 1995 hasta bien entrado 2008, mientras que otros países de la zona euro registraban tasas de crecimiento mucho más débiles, y los tipos de interés eran iguales para todos ellos). Por tanto, deben alcanzar una situación fiscal saneada para tener suficiente margen de maniobra ante el ciclo y los posibles efectos procíclicos de la política monetaria. En definitiva, el presupuesto debe estar libre de pesadas cargas financieras y de “deslices” no controlados del gasto público para poder permitir el funcionamiento de los estabilizadores automáticos cuando llegue el momento de hacerlo (como durante la crisis de 2008-09). Se debe poder incurrir en déficit en situación de recesión, lo cual debe ser compensado con la obtención de un superávit en época de expansión económica para impedir que la deuda vaya escalando posiciones.

Ahora bien, el Pacto de Estabilidad no ha conseguido este último objetivo: la obtención de superávit en época de expansión. Como mucho, ha logrado incentivar a los Estados miembros a que mantuvieran un saldo equilibrado o ligeramente positivo. Otro problema del Pacto ha sido que se centra excesivamente en variables fiscales. Por ello, conviene ampliarlo (al menos el brazo preventivo del Pacto) para que sea más completo y tenga en cuenta aspectos como la inflación, el déficit exterior o los desequilibrios financieros. Se ha demostrado que el enfoque del brazo preventivo del Pacto era demasiado estrecho al no tener en cuenta estos aspectos y que, en este sentido, no contribuyó a fomentar un crecimiento equilibrado.

Por otra parte, un aspecto muy positivo que está teniendo gran relevancia durante la crisis fue la flexibilización del Pacto en 2005, estableciendo límites variables para la corrección del déficit según las circunstancias económicas. Esto ha permitido que, a pesar del enorme cambio que ha supuesto la crisis para la situación de las cuentas públicas, el Pacto siguiera siendo el instrumento de referencia en el ámbito europeo. Es más, como hemos visto en la sección anterior, se puede decir que en el futuro cercano el campo de la gestión de las finanzas públicas se va a orientar hacia la aprobación de normas similares a nivel nacional (por ejemplo, Alemania ha aprobado ya una regla fiscal similar al Pacto y en otros países, como España, cabe esperar reformas para utilizar mejor las reglas existentes).

## 2) La Estrategia de Lisboa

La Estrategia de Lisboa es el mecanismo de fomento y supervisión de las políticas económicas estructurales o de oferta que ponen en práctica los Estados miembros. Incluye las relativas al mercado de trabajo, liberalización de mercados de bienes y servicios, calidad de las finanzas públicas, envejecimiento de la población y políticas públicas (en concreto, pensiones y sanidad) y políticas de fomento de la competitividad, desde las relativas a la educación y la inversión en I+D hasta la política de defensa de la competencia. Es especialmente importante para los miembros de la zona euro, ya que al compartir la moneda y la política



monetaria están más integrados y cada uno experimenta un mayor impacto de las políticas económicas del resto de los socios. Además, al haber renunciado a la política monetaria y cambiaria propias a favor de la europea, necesitan, más que ningún otro, mercados flexibles capaces de adaptarse a los shocks sin poder recurrir a dichos instrumentos. Este objetivo requiere la aplicación decidida de reformas estructurales (Aghion et al. 2008, De Grauwe 2007, Comisión Europea 2008a, Sapir 2008).

De acuerdo con la Estrategia de Lisboa que ha estado en vigor durante esta década, se venían aprobando una serie de documentos plurianuales orientativos a nivel europeo, en función de los cuales los Estados miembros redactaban unos programas que recogían sus objetivos en estas políticas y explicaban en qué medida las reformas que los gobiernos deseaban aplicar iban a fomentar el crecimiento potencial. Posteriormente, de forma paralela a como se hace en la supervisión de la política fiscal, la Comisión Europea y el resto de Estados miembros supervisaban el cumplimiento de dichos compromisos. Finalmente, se emitían recomendaciones todos los años destinadas a incentivar su cumplimiento.

Se trataba de un sistema de inspiración similar a la supervisión bajo el Pacto de Estabilidad pero con mucho menos impacto en la práctica. Una de las razones ha sido la insuficiente claridad de los objetivos; también se aduce la cantidad de objetivos económicos y de otra índole que entraron en el paquete de supervisión, lo cual impedía emitir un mensaje claro que el público pudiera seguir; por último, está el hecho de que es mucho más difícil medir los avances en el campo de las reformas estructurales que en el campo de la consolidación fiscal. Esto se debe, por una parte, a que en el primero las reformas tienen impacto sobre el crecimiento a medio plazo, mientras que en la política fiscal los avances se observan de un año a otro. Y, por otra parte, a que es difícil medir qué proporción del crecimiento económico registrado se debe a la aplicación de determinadas reformas u otras, mientras que en política fiscal los objetivos e indicadores relevantes están más acotados.

Sin embargo, la principal razón que explica que no haya tenido éxito a la hora de incentivar a los Estados miembros a realizar las reformas es que este mecanismo no puede saltar por encima de los intereses nacionales que se oponen a las reformas: dichas reformas se siguen entendiendo en clave exclusivamente nacional, independientemente de que la globalización y la integración económica europea hayan aumentado la urgencia de realizarlas. Se trata del talón de Aquiles de la Unión Europea desde el punto de vista de la política económica: las recomendaciones de realizar estas reformas son constantemente repetidas y acto seguido ignoradas. Por ello, por poco que haya podido hacer la Estrategia de Lisboa para impulsar las reformas estructurales, la supervisión europea en este campo seguirá siendo una pieza fundamental de la gobernanza económica europea.

### 3) ¿Un nuevo sistema de supervisión de las políticas económicas?

La Estrategia de Lisboa se fijó como objetivo que el año 2010 la economía europea fuera la más competitiva del mundo basada en el conocimiento. Toca a su fin el año que viene y los resultados no han sido los esperados. Así, durante la Presidencia española de la Unión Europea en el primer semestre de 2010 será necesario revisarla y aprobar un nuevo enfoque en función de las propuestas que realice el nuevo Colegio de Comisarios europeos. Cabe

esperar que se proponga una fusión parcial entre la supervisión de la política fiscal bajo el Pacto de Estabilidad y la supervisión de las reformas estructurales.

Los incentivos políticos existentes en el actual entramado institucional no son suficientes para impulsar las reformas estructurales. En este caso, el argumento tradicional de “exigencia de Bruselas”, que en muchas ocasiones ha servido de ancla estratégica en el caso de la política fiscal, no ha servido para impulsar toda una gama de reformas que son necesarias en Europa. La estructura de supervisión existente ha funcionado mejor en los aspectos en los que Bruselas (Comisión y Consejo) tienen más poder. Por ello, se puede decir que se han obtenido mejores resultados del Pacto de Estabilidad (en primer lugar de la parte correctiva y en segundo, de la preventiva), que de la Estrategia de Lisboa.

Una de las fuentes de esta asimetría en el poder en Bruselas se va a solventar con la entrada en vigor del Tratado de Lisboa, porque éste equipara el poder de la Comisión en la supervisión de reformas estructurales al que tiene en la supervisión fiscal, permitiéndole emitir advertencias directas y enviar al Consejo propuestas en vez de recomendaciones (las propuestas requieren un menor número de Estados miembros para aprobarlas, mientras que en las recomendaciones es necesario un elevado consenso para aprobarlas, de forma que tienden a ser más generales). Por otra parte, no podemos olvidar el papel que jugará el nuevo Consejo Europeo de Riesgo Sistémico, dotado de una gran independencia y que podrá emitir recomendaciones a los Estados miembros.

En principio, será en el Consejo Europeo de marzo, bajo presidencia española, cuando se acuerden las principales líneas orientativas que definan la nueva estructura de supervisión de la política económica en la Unión. Para este sistema parece ir perfilándose el nombre de UE2020. Posiblemente tenga dos objetivos. El primero será profundizar en determinados aspectos de la supervisión fiscal atendiendo a temas que no estaban suficientemente tratados hasta ahora, según hemos visto, como los desequilibrios macroeconómicos (boom inmobiliario, desequilibrio externo, pérdida de competitividad, crecimiento excesivo del crédito, etc.). El segundo, será integrar ambos procesos de supervisión para intentar otorgarle más visibilidad al de las reformas estructurales.

El riesgo de esta nueva estructura de supervisión es que los Estados miembros perciban todas las recomendaciones europeas que se derivan del ejercicio de supervisión de las políticas económicas como ideas ajenas y no las integren en sus objetivos de política económica (pérdida de *ownership* o autoría nacional), como venía sucediendo con las recomendaciones de la Estrategia de Lisboa. Sin embargo, la crisis quizá permita que se sortee este problema. Las crisis tienden a facilitar la toma de decisiones difíciles sobre reformas económicas, ya que los gobiernos obtienen el apoyo de los votantes para cambiar la situación.

La fuerza de las iniciativas comunitarias en ámbitos que son competencia de los Estados miembros depende de que se sustenten en un procedimiento visible y tan generalmente aceptado que incumplirlo tenga un coste político para los gobiernos de los Estados miembros. Como no se trata más que de recomendaciones y opiniones emitidas desde Bruselas (ya sean desde la Comisión Europea o desde el Consejo) la clave es que los votantes perciban como un desacierto el hecho de que los gobiernos no las sigan (Crespo 2007a). Si la situación económica es benigna, habrá menos votantes que atiendan a dichas recomendaciones europeas, pero si es una situación de crisis se puede maximizar el impacto de las recomendaciones. Por

ello, la coincidencia de la crisis con la revisión de la Estrategia de Lisboa puede dar razones para ser optimista.

Vistos los retos que supone la crisis para la gobernanza de la zona euro en aspectos de política económica internos podemos pasar a estudiar varios aspectos externos, desde la ampliación de la zona euro hasta la representación exterior de la unión económica y monetaria y el papel del euro como moneda de reserva mundial.

#### *d) Criterios de adhesión a la zona euro*

La moneda común ha proporcionado a los países de la zona euro una estabilidad macroeconómica y financiera sin precedentes y, al reducir los tipos de interés, ha sido una de las claves del fuerte crecimiento de los últimos quince años. Además, el euro ha sido la mejor protección contra las crisis financieras y las devaluaciones que golpearon al Sistema Monetario Europeo durante la primera mitad de los años noventa (Isbell y Steinberg 2009). En época de turbulencias financieras se han vuelto a poner de manifiesto las ventajas de pertenecer a una zona de moneda fuerte exenta de ataques especulativos. Dinamarca y Suecia se replantean su decisión de mantenerse fuera del euro y para los países del Este de Europa que todavía no lo han adoptado la entrada se convierte en un objetivo prioritario (sobre todo dados los niveles de endeudamiento en euros, que son una bomba de relojería en regímenes de tipo de cambio fijo).

Pero las normas de adhesión siguen siendo los criterios de convergencia nominal, fiscales y monetarios acordados en el Tratado de Maastricht y bajo los cuales se han hecho las sucesivas ampliaciones de la zona euro. El Eurogrupo ha insistido en innumerables ocasiones en que para entrar en la zona euro es obligatorio cumplirlos. Además, los países que han tenido que plegarse a ellos para entrar (los de la primera oleada en 1999 y posteriormente Grecia, Chipre, Malta, Eslovenia y Eslovaquia) se resisten a que se revisen.

Por destacar algunas de las críticas de las que han sido objeto los Criterios de Maastricht o de convergencia nominal, cabe mencionar las de arbitrariedad e irrelevancia. Fueron diseñados para otro momento, cuando en los años 90 la prioridad era incentivar la contención fiscal y obligar a los países de fuera de la zona del marco alemán a adoptar un modelo de moneda fuerte en el que tanto el banco central como el gobierno o los agentes sociales internalizaran los condicionantes de una zona monetaria estable (con reducida inflación y estabilidad del tipo de cambio): aumentos salariales en línea con el incremento de la productividad, política fiscal responsable y política monetaria independiente.

Los dos criterios más criticables son los monetarios, que tratan de llevar a un modelo de moneda fuerte: la inflación no ha de ser superior a “la media de la inflación de los tres países de la UE con una tasa más baja más 1,5 puntos porcentuales”, y se ha de mantener la moneda ligada al euro dentro de unas bandas durante dos años en lo que se conoce como el Mecanismo Europeo de Tipos de Cambio 2 (ERM-II, en inglés). Son criterios poco relevantes para países muy pequeños y abiertos económicamente, donde solamente parte de la actividad económica transcurre en moneda local y el resto se denomina en euros; donde, en definitiva, los bancos centrales no tienen mucho control sobre las variables económicas, ni interesa que inviertan capital político en construir credibilidad antiinflacionista, ya que el objetivo no será nunca

que sus monedas floten libremente (Crespo 2009a). Además, el criterio de tipo de cambio es especialmente difícil de cumplir en época de turbulencias financieras.

Por otra parte, los criterios de convergencia nominal no indican nada sobre la preparación que tiene la economía real de un país candidato para pertenecer al euro. Dicha preparación consistiría, por una parte, en tener unas instituciones de gobierno y de mercado desarrolladas (capacidad administrativa, buena política de defensa de la competencia, un ciclo presupuestario riguroso, transparencia en las instituciones estadísticas, etc.), así como en tener mercados flexibles. La flexibilidad de los mercados se refiere a mercados de trabajo no segmentados, mercados de vivienda que permitan el movimiento de los trabajadores y mercados de bienes, y sobre todo, de servicios con capacidad de adaptación.

Como es habitual, el problema de revisar los criterios de entrada sería cuáles establecer. Han de ser criterios con vocación de permanencia, para lo cual deberían servir para medir la salud económica de un país. Por ello, desafortunadamente, si los nuevos Estados miembros solicitan la entrada ahora, la mayoría tampoco conseguirían aprobar, así que no tiene sentido cambiarlos en este momento. La alternativa, que tampoco parece excesivamente factible ni deseable, sería quitar de un plumazo todo criterio de adhesión, y que simplemente el país que solicite entrar tenga acceso. En definitiva, el status quo parece estable aunque no resuelve algunos de los problemas que están sobre la mesa.

#### *e) Representación externa de la zona euro*

Otra de las debilidades de la gobernanza económica europea que se ha puesto de manifiesto durante la crisis es la relativa a la representación exterior de la zona euro. La representación exterior incluye, por una parte, la comunicación sobre el tipo de cambio del euro respecto a las principales monedas del mundo y, por otra, la unidad del discurso de los países miembros del euro en foros internacionales como el FMI, el Banco Mundial, y, sobre todo durante la actual crisis, el G-20.

La comunicación sobre el tipo de cambio del euro corresponde al Consejo ECOFIN en la medida en que es el Consejo competente para tomar decisiones sobre el valor del euro tras haber consultado al BCE (para que dichas decisiones no vayan en contra de la política de estabilidad de precios). Sin embargo, en el ECOFIN hay miembros que no forman parte de la UEM. Por ello, quien se encarga de dicha comunicación es el Presidente del Eurogrupo, Jean Claude Juncker, Primer Ministro de Luxemburgo.

Esta división del trabajo tiene desventajas. Primero, hasta que entre en vigor el Tratado de Lisboa el Eurogrupo es puramente informal, e incluso cuando entre en vigor, seguirá sin ser una institución comunitaria. Segundo, y más importante, las características que políticamente permiten a una persona ser presidente del Eurogrupo (principalmente, ser de un país pequeño para no despertar susceptibilidades entre los socios más grandes y tener un sesgo hacia el conocimiento técnico de economía) son las mismas que le restan visibilidad internacional al principal comunicador del euro. El resultado es que la comunicación sobre el euro termina estando informalmente dividida con otra serie de personas.

Por ejemplo, las palabras del presidente del BCE, actualmente Jean-Claude Trichet, pueden interpretarse como indicaciones sobre el valor euro-dólar deseado, y, en todo caso, sus

decisiones de política monetaria influirán en dicho tipo de cambio, aunque no sea su objetivo legalmente. Otra persona que podría ser el comunicador externo sobre el tipo de cambio sería el Comisario de Asuntos Económicos y Monetarios. Sin embargo, los miembros de la Comisión han de actuar de mutuo acuerdo (se trata de un órgano colegiado), y no todos los países “representados” en él (los comisarios no deben representar a su país de origen pero en la práctica así se percibe) son miembros del euro. Además, se trata de un cargo que no tiene poder para variar el valor euro-dólar más allá del que pueda provenir de la comunicación al público. Aún otra opción sería que la comunicación estuviera en manos del Presidente de turno, pero no todos serán miembros del euro; con ello se pasaría al próximo presidente de turno que sí sea miembro del euro, lo cual no aclara frente a terceros países quién es el interlocutor.

Por todo ello, termina considerándose representante del euro en el exterior a cualquiera que emita una opinión en determinado momento (con gran frecuencia, el Presidente de Francia), con la consiguiente confusión y explicación recurrente al público sobre quién está realmente capacitado para hablar en nombre de toda la zona euro.

Por otra parte, Europa continúa debatiendo sobre qué forma ha de adoptar su comunicación externa en instituciones financieras internacionales u otros grupos como el G-20. En el FMI, por ejemplo, se debate desde hace tiempo la reforma de las cuotas, en la que los países europeos perderán poder respecto a los países emergentes. En este contexto, se ha planteado la posibilidad de fusionar las sillas de la zona euro creando una “silla única”, que tendría un poder similar al de la silla de Estados Unidos. El problema radica en que para ello, los países con silla permanente deberían renunciar a ella y no desean hacerlo. Además, se plantea el problema de alcanzar una posición común de la zona euro para que defienda dicha silla única. Vistas las dificultades de coordinar una posición común europea en política exterior, esto no es siempre factible.

#### *f) La propuesta del Tesoro único europeo*

Ante la crisis han surgido voces que reclaman la creación de un tesoro único para la zona euro capaz de coordinar los rescates financieros y empresariales y eventualmente emitir deuda pública para toda la zona euro (Mulas 2009). Los problemas de dicha propuesta radican, por mencionar solo algunos, en la profundización del problema de cómo y quién rescata a Estados o instituciones europeas en momentos de crisis, en la gran pregunta, aún sin resolver, sobre el origen de los recursos para financiar dicho Tesoro único, en cómo se articularía un tesoro de la zona euro con el presupuesto del resto de la Unión y, como mínimo, en la cuestión de la legitimidad de dicho tesoro en un contexto de desigual “euroentusiasmo” entre los votantes de los Estados miembros.

El caso concreto del problema del rescate se refiere al riesgo de que algún Estado miembro lleve a cabo su política fiscal presuponiendo que, en caso de no poder hacer frente a sus obligaciones ante, por ejemplo, el *shock* presupuestario del envejecimiento de la población, otros Estados acudirán en su rescate. Como consecuencia, los mercados financieros asignarían primas de riesgo más altas a todos los Estados miembros, aumentando el coste de financiación tanto del país con política fiscal imprudente como de los demás. En principio, la creación de un Tesoro único profundizaría este problema.

En el fondo, la razón principal por la que los europeístas proponen la creación de un Tesoro único europeo es para tener un emisor que colocaría en los mercados internacionales un bono europeo, lo cual fortalecería las posibilidades de que el euro se convirtiera en una moneda de reserva internacional capaz de rivalizar con el dólar. A continuación analizamos con detalle este tema.

### *g) El euro como moneda global*

Una década después de su creación, el euro se ha convertido en el único rival del dólar y en poderoso activo para el ejercicio de la política exterior de la Unión Europea (Aghion *et al.* 2008, Pisani Ferry y Posen 2009). Aunque ante la crisis se ha producido una “huida hacia la seguridad”, que ha apreciado la moneda estadounidense, el euro se está mostrando como la única alternativa al dólar en tiempos de incertidumbre (la libra se está depreciando de forma vertiginosa y el yuan chino todavía no es una moneda convertible). Además, las actuales tendencias macroeconómicas globales, que se caracterizan por el elevado déficit por cuenta corriente, la acumulación de deuda externa estadounidense y por la debilidad de la economía japonesa, sugieren que el peso del euro no hará sino aumentar durante los próximos años. Esto no significa que vaya a ser capaz de destronar al dólar como única moneda de reserva global (Eichengreen 2009, de la Dehesa 2009). Sin embargo, la crisis abre la oportunidad de que poco a poco la hegemonía del dólar sea sustituida por un sistema en el que coexistan varias monedas internacionales.

Ya son 16 los Estados miembros de la Unión Europea que han adoptado el euro como moneda de curso legal. A excepción del Reino Unido, que es más que probable que termine adoptando el euro en el futuro, todas las demás grandes potencias de la Unión se han integrado en la UEM. Ello ha creado por primera vez desde la Primera Guerra Mundial un firme competidor al dólar estadounidense, que aunque seguirá siendo la moneda hegemónica mundial irá perdiendo cuota de mercado, lo que reducirá parte de la influencia política y los privilegios monetarios con los que Estados Unidos ha contado durante la mayor parte del siglo XX. En un horizonte de largo plazo, posiblemente después de 2030, el yuan chino también será un importante competidor del dólar y del euro. Pero esto no ocurrirá hasta que la economía china duplique su tamaño y las autoridades opten por liberalizar el tipo de cambio, abran su sistema financiero y comiencen a emitir activos denominados en yuanes en los mercados internacionales.

El dinero internacional cumple varias funciones, tanto para fines privados como públicos. Es un depósito de valor en el que los individuos y las empresas invierten y que sirve para que los bancos centrales acumulen reservas. Además es una unidad de cuenta, que sirve para denominar el comercio internacional o para que los países (sobre todo aquellos en vías de desarrollo) fijen su tipo de cambio al de una moneda ancla. Por último una moneda internacional sirve como medio de pago, tanto para transacciones comerciales privadas como para intervenir en los mercados cambiarios, función que desempeña el Banco Central.

En el sistema monetario internacional existe una tendencia natural a que sólo unas pocas monedas actúen como dinero internacional. Esta estructura oligopólica se debe a la existencia de externalidades de red y economías de escala, que hacen que cuantos más actores estén utilizando

una moneda determinada, más aumente la probabilidad de que otros utilicen esa misma moneda porque le resultará más cómodo, eficiente y barato (Cohen 2003, Eichengreen 2008). Así, históricamente ha habido una moneda hegemónica y algunas secundarias (habitualmente líderes regionales) que permitían cierta diversificación en las carteras de activos de individuos y bancos centrales, por lo que se formaba una estructura piramidal de “dineros internacionales”. Durante el siglo XIX la moneda hegemónica fue la libra esterlina y desde la Primera Guerra Mundial el dólar estadounidense. Los cambios en la moneda hegemónica siempre han sido lentos debido a una importante inercia que dificulta que una moneda emergente desplace a la líder. Por ejemplo, el dólar no superó a la libra esterlina hasta la Segunda Guerra Mundial a pesar de que el declive económico británico con respecto a Estados Unidos comenzó a principios del siglo XX.

En definitiva, la consolidación de una moneda como dinero internacional depende de varias condiciones. Primero, debe estar respaldada por una economía fuerte, dinámica y de tamaño considerable, que además cuente con una cuota significativa del comercio mundial y una buena gobernanza económica. Segundo, debe estar emitida por un banco central que controle la inflación (para evitar la pérdida de valor de los activos). Tercero, debe contar con amplios, profundos y líquidos mercados financieros en los que se emitan una gran variedad de instrumentos que permitan diversificar el riesgo a los inversores. Y por último (y aunque se trata de un elemento coyuntural y secundario) no debe esperarse una depreciación estructuralmente, por lo que su Estado emisor no debe tener una acumulación insostenible de deuda, es decir, no debe acumular déficits estructurales por cuenta corriente durante muchos años.

A todas estas condiciones hay que añadir las preferencias de los gobiernos y los elementos geoestratégicos, que pueden dar lugar a decisiones políticas por las que se adopte el uso de una moneda aunque no exista una justificación económica clara. Piénsese por ejemplo en Irán, que vende su petróleo en euros o en Cuba, que grava la utilización de dólares.

El cuadro 1 nos permite realizar una primera comparación de algunos de estos elementos entre la zona euro, Estados Unidos y Japón. Es claro que el euro cumple las condiciones necesarias (aunque no suficientes) para convertirse en moneda de reserva internacional (Posen 2008). En particular, la zona euro es la segunda economía del mundo en PIB y su cuota de las exportaciones mundiales supera a la de Estados Unidos. Además cuenta con un banco

**Cuadro 1**  
**Comparación internacional de indicadores clave (2009)**

	<b>Zona Euro</b>	<b>Estados Unidos</b>	<b>Japón</b>
Población (millones)	340	304	127
Porcentaje del PIB mundial (PPA)*	16,8	20,6	6,3
Porcentaje del PIB mundial (a TC de mercado)*	23,4	22,3	8,1
PIB per cápita (miles de dólares)*	38,8	47,6	38,2
Exportaciones de bienes y servicios (% del total mundial)	17,9	9,9	6,1
Balanza por cuenta corriente (% del PIB)	-0,9	-2,9	1,9
Deuda Bruta (% sobre el PIB)	79,9	84,8	218,4
Déficit Público (% del PIB)	6,0	12,8	10,1

\* Dato correspondiente a 2008.

Fuente: elaboración propia con datos de Eurostat y Fondo Monetario Internacional.

central independiente que se ha mostrado como un férreo defensor de la estabilidad de precios, incluso más que la Reserva Federal estadounidense, que ante la acumulación de deuda podría sucumbir a la tentación de “inflar” la moneda para reducir el valor real de la deuda. Y si como sostiene Buiter (2009) el Reino Unido entiende que su interés a largo plazo pasa por unirse a la moneda única, la zona euro superaría en PIB a Estados Unidos además de tener a la City de Londres como su centro financiero, lo que aumentaría sensiblemente su uso en los mercados privados de activos.

Sin embargo, debido al peso geopolítico y militar de Estados Unidos, al mayor crecimiento potencial de su economía y, sobre todo, a la importante inercia que dificulta la sustitución de una moneda hegemónica de reserva por otra, el euro todavía está lejos de alcanzar la cuota de mercado del dólar, sobre todo en lo que respecta a las reservas en divisas que mantienen los bancos centrales (Posen 2009).

Aún así, es importante señalar que los datos apuntan a que su potencial de crecimiento es importante, al contrario de lo que sucede con el yen, que desde los años noventa está perdiendo cuota de mercado porque su gobierno ha optado por promover su depreciación para fomentar las exportaciones (Eichengreen 2009). En comparación con el Banco Central de Japón, la política europea sobre el tipo de cambio del euro-dólar es de omisión benevolente o “benign neglect”: se observa sin desaprobación la apreciación de la moneda, pero no hay una política pública sobre ello.

Desde su creación el euro logró tener un peso mayor al de la suma de las anteriores monedas nacionales de la zona euro. Según las estimaciones que realiza el FMI, el euro pasó de suponer menos del 18% de las reservas de los bancos centrales mundiales en 1999 a casi el 27% en 2008. Por su parte el dólar se sitúa en torno al 64% aunque lleva desde 2001 perdiendo cuota y la libra arrebató al yen el tercer puesto, con el 4,4%<sup>3</sup>. Además, según el FMI, en 2008 más de 40 países, la mayoría próximos geográficamente y comercialmente a la zona euro, habían fijado de alguna forma su tipo de cambio al euro, lo que les obliga a tener reservas en euros y aumenta la influencia política de la Unión.

A pesar de estos avances el dólar sigue dominando de forma clara los mercados internacionales de activos. A finales de 2008, el 45% de los títulos de deuda estaban denominados en dólares y sólo el 32% en euros, aunque el euro había aumentado su cuota en 12 puntos desde su creación, el dólar había perdido 5 puntos y el yen había bajado del 18% en 1998 al 8% en 2008<sup>4</sup>.

En cualquier caso, existen dos elementos que juegan a favor del euro a largo plazo y que se han visto agudizados por la crisis financiera global. Primero, el abultado déficit por cuenta corriente de Estados Unidos y la rápida acumulación de deuda pública, que podría precipitar una pérdida de confianza en el dólar que conduciría a un mayor peso del euro en las carteras

<sup>3</sup> Como la composición de las reservas de los bancos centrales no es pública no es posible saber con exactitud el porcentaje de cada moneda.

<sup>4</sup> Véase de la Dehesa (2009b) para una desagregación de los distintos tipos de activos financieros denominados en cada moneda, así como para una comparación del peso del euro y el dólar en términos de comercio, capitalización de mercados bursátiles, peso en los mercados de derivados financieros y uso de billetes como medio de pago. El libro editado por Pisani Ferry y Posen (2009) también compila datos actualizados sobre estas y otras variables.



de inversores y bancos centrales. Segundo, la masiva acumulación de reservas por parte de los bancos centrales de las economías emergentes (Wolf 2008) que posiblemente llevará a una mayor diversificación de carteras y a la búsqueda de inversiones más rentables que los bonos del tesoro estadounidenses, lo que podría favorecer al euro.

Estos datos permiten a distintos analistas plantear la hipótesis de que alrededor de 2010 más del 30% de las reservas mundiales de los bancos centrales podrían estar denominadas en euros (Becker 2007, BCE 2005), cifra a partir de la cual estaría en condiciones de comenzar a competir seriamente con el dólar, sobre todo si el Reino Unido finalmente decidiera adoptar el euro.

Por lo tanto, aunque no es probable que el euro reemplace al dólar en las próximas décadas, si parece posible que nos estemos aproximando a una bi-hegemonía monetaria. Frankel y Menzie (2008), sobre la base de un modelo econométrico, predicen que el euro podría remplazar al dólar a partir de 2020, aunque Posen (2008), Cohen (2009) y De la Dehesa (2009) afirma que esto no sucederá debido a la debilidad militar y política de la Unión Europea y al sesgo “anticrecimiento” de las políticas del BCE. En cualquier caso, para fortalecer todavía más el papel del euro como moneda internacional es imprescindible profundizar en las reformas económicas estructurales en la UE que permitan aumentar el crecimiento potencial europeo, así como mejorar el sistema de gobernanza económica de la zona euro e integrar y hacer todavía más profundos sus mercados financieros en línea con lo expuesto arriba.

Ello permitirá a la zona euro ganar flexibilidad en el diseño de la política macroeconómica, aumentar sus ingresos por señoría, obtener financiación externa a menor coste y, sobre todo, tener mayor influencia política internacional, incluyendo capacidad de coerción sobre otros Estados (Cohen 2006 y Kirshner 1995 y 2003).

## 5. Implicaciones del Tratado de Lisboa para la zona euro

El sí irlandés al Tratado de Lisboa y la desaparición de los obstáculos checos han abierto la puerta para que el 1 de diciembre de 2009 entrara en vigor el Tratado, cuyo contenido, recordemos, lleva intentando aplicarse desde que se creó la Convención Constituyente. El capítulo de la gobernanza de la unión económica y monetaria es probablemente el que menos cambios sufre con la entrada en vigor del Tratado, aunque hay algunos aspectos, sobre todo la capacidad de la zona euro para actuar independientemente del resto de la Unión Europea, que merecen comentario<sup>5</sup>. Los estudiamos en este último epígrafe porque, de momento, son cambios pre- visibles sobre el papel, pero la realidad dirá si en la práctica resultan ser importantes o no.

<sup>5</sup> Más allá de lo que afecta a la gobernanza económica de la zona euro el Tratado de Lisboa también introduce una novedad importante en materia de política comercial. La Comisión pasará a tener la capacidad de negociar acuerdos comerciales en materia de servicios, competencia que hasta ahora se había mantenido en manos de los Estados miembros, que habían cedido sólo las competencias en materia de bienes. Este cambio hará más coherente la estrategia comercial europea ya que las negociaciones sobre bienes y servicios suelen realizarse de forma simultánea en los foros internacionales como la Organización Mundial del Comercio.

*a) El reparto de poder entre la Comisión Europea y el Consejo ECOFIN*

A corto plazo, los principales cambios van a afectar al reparto de poder. Por una parte, la Comisión va a aumentar su poder en la supervisión de la política económica, y lo hace en un momento clave, tanto en política fiscal, en este momento en el que los Estados miembros tienen que poner en práctica una política de fuerte consolidación fiscal tras la crisis, como en política de reformas estructurales, la cual se encuentra en una encrucijada tras haber tenido poco éxito y, como hemos visto, está pendiente de revisión y reforma. Por otra parte, la zona euro va a aumentar su poder respecto al resto de países no euro, como vemos en el siguiente epígrafe.

La Comisión Europea equipara su poder en la supervisión económica general con el poder que tenía en la supervisión fiscal (Estrategia de Lisboa o EU2020 y Pacto de Estabilidad respectivamente). Adicionalmente, aumenta la cantidad de procedimientos en los que puede dirigir una propuesta al Consejo en lugar de una recomendación. La diferencia tiene efectos en la práctica, ya que una propuesta la Comisión tiene más poder que en una recomendación: para cambiar una propuesta el Consejo necesita un elevado porcentaje de votos, mientras que cambiar una recomendación es más fácil.

A medio plazo, puede que el cambio más interesante sea la introducción de un nuevo artículo que da la posibilidad de desarrollar dentro de la zona euro una coordinación económica más vinculante que la que ha existido hasta ahora. Probablemente, estaría además centrada en la consolidación fiscal.

*b) Fortalecimiento del Eurogrupo frente al ECOFIN*

Otro aspecto que cambia en el reparto de poder es, dentro del propio Consejo de Ministros de la Unión Europea, el poder de la zona euro frente al resto; es decir, el poder de los “ins” (los que han adoptado el euro) respecto al de los “outs” (los que todavía no lo han hecho). Hasta ahora, los Ministros de Economía se reunían en el ECOFIN y, el día antes, los de la zona euro, en el Eurogrupo. Éste último se creó en 1997 y desde entonces ha ido aumentando su peso e influencia aunque sin formar parte del entramado institucional formalmente. El Tratado de Lisboa reconoce su existencia de forma que, aunque sigue siendo una reunión informal de los ministros de Economía de la zona euro, pasa a tener más poder.

En un giro de complejidad típicamente comunitaria, el Eurogrupo se reconoce en un Protocolo, pero solo como reunión informal. Por tanto, es el ECOFIN quien sigue teniendo el poder de decisión. Sin embargo, el Tratado de Lisboa elimina el derecho de voto de los países no miembros del euro en determinados temas, con lo que en la práctica son los miembros del Eurogrupo quienes deciden en esos casos. Será, por tanto, el Eurogrupo pero en formato ECOFIN quien tome las decisiones formalmente. La diferencia con el Eurogrupo habitual es que el resto de Estados miembros que no forman parte de la zona euro están en la reunión y tienen voz.

Los temas en los que los miembros de la zona euro pueden actuar independientemente del resto de países de la Unión Europea son los que afectan a la unión económica y monetaria exclusivamente, por ejemplo, la decisión de permitir la adhesión al euro de un nuevo Estado

miembro. Otro de estos temas es la supervisión de la política económica, por ejemplo, las recomendaciones que se dirijan a un país miembro del euro bajo el Pacto de Estabilidad o la nueva Estrategia de Lisboa (EU2020). Esto llegaría a implicar que el Reino Unido no puede votar, si llegara el caso, sobre una recomendación de realizar una reforma de las pensiones que se dirija a España, mientras que España sí podría llegar a votar en el caso contrario. En la práctica, ya venía sucediendo una situación similar, ya que al reunirse los miembros del euro el día antes de la reunión del ECOFIN llegaban a este último con una postura común difícil de cambiar, mientras que el resto iban a la reunión con posiciones individuales, siempre más difíciles de mantener.

### *c) Cambios que afectan al BCE*

Una novedad del Tratado de Lisboa es que incluye al BCE en el capítulo de “Instituciones europeas”, en lugar de estar en el de “Otras instituciones”. El BCE se negaba a este cambio ya que las instituciones europeas están obligadas a perseguir todos los objetivos de la Unión Europea, entre los cuales se incluye el empleo, por lo que se temía frente a la posibilidad de que se invocara este cambio para exigirle determinadas políticas. Sin embargo, parece que va a ser un cambio con pocas implicaciones en la práctica, ya que los estatutos del BCE no varían y su independencia sigue salvaguardada por el Tratado. Pero sí es cierto que el cambio recuerda a las aspiraciones francesas de establecer un diálogo entre gobiernos y BCE que termine desembocando en una coordinación de las políticas de demanda. Puede que a corto plazo no tenga impacto, sobre todo ahora que el BCE ya ha construido una reputación conservadora, pero ¿y a diez años vista, cuando se hayan incorporado nuevos Estados miembros a la zona euro, o cuando, por ejemplo, se esté emitiendo una gran cantidad de deuda pública?, ¿no recibirá el BCE más presiones para bajar los tipos de interés aunque la inflación no sea estable?, y ¿no serán más efectivas por el hecho de tener esta base jurídica?

El aspecto que sí supone un cambio es que los miembros del Comité Ejecutivo del BCE (presidente, vicepresidente y cuatro miembros) serán nombrados por mayoría cualificada del Consejo Europeo, y no por unanimidad, como hasta ahora. Formalmente supone una reducción del poder de los países pequeños para poner a «su hombre en el BCE» frente a los grandes. En la práctica, es una formalización del status quo: de hecho, los países grandes, incluida España, siempre han tenido un nacional en el Comité Ejecutivo. Desde su creación el 1 de junio de 1998 siempre por costumbre, no por requisito legal, ha habido un alemán, un francés, un español y un italiano entre los seis miembros, de forma que los otros dos asientos se reparten entre países pequeños (Holanda, Finlandia, Austria o Grecia). Uno de los pequeños ha ostentado el cargo de presidente o vicepresidente.

En realidad, esta reflexión no debería tener ninguna importancia, ya que los miembros del Comité Ejecutivo tienen prohibido defender intereses nacionales y deben tomar las decisiones de política monetaria en función de la información económica de toda la zona euro. Y probablemente lo hagan así (aunque como las actas de las deliberaciones no son públicas, no es completamente seguro), porque está en juego su prestigio profesional frente a sus colegas. Pero ¿qué duda cabe de que es mejor tener a un nacional en el Comité Ejecutivo que no tenerlo? Al eliminar el requisito de que se elijan por unanimidad del Consejo (y solo de

la zona euro) prácticamente se aseguran las “sillas” por país porque serán los países grandes quienes más pesen en la decisión.

#### *d) Normas de votación*

Como es sabido, el Tratado de Lisboa revisa el sistema de Niza para las votaciones en el Consejo. Pero el sistema de Niza sigue en vigor hasta 2014 y después hasta el 31 de marzo de 2017 si algún Estado miembro lo solicita para alguna votación concreta.

No vamos a detallar el sistema de votación en este trabajo (para ello, puede verse Crespo 2007b, donde se analizan las mayorías y minorías de bloqueo factibles y cómo afecta el sistema a España) porque es tan complicado que requeriría un espacio del que no disponemos. Simplemente se puede decir que ambos sistemas consisten en un mecanismo de doble mayoría (Estados miembros que representen un porcentaje de población). Las mayorías necesarias para aprobación de una iniciativa de la Comisión cambian dependiendo de si la decisión se toma en función de una propuesta de la Comisión o una recomendación (en esta última se puede cambiar lo que inicialmente proponga la Comisión más fácilmente).

El sistema nuevo simplifica el número de votos por país pero incluye más complicaciones: requisitos para formar minorías de bloqueo y el compromiso de Ioanina (recurso al veto en caso de líneas rojas).

Pero lo que es interesante a efectos de este trabajo es que en el nuevo sistema hay dos escenarios donde se recalculan todos los votos y requisitos de minorías de bloqueo: cuando votan solo los países miembros del euro (como si hubiera 16 Estados miembros, y los votos del resto quedan “en suspenso”) y cuando votan todos menos un país afectado en determinadas ocasiones (por ejemplo, en procedimientos de déficit excesivo, bajo el brazo correctivo del Pacto de Estabilidad). En este último caso, los votos necesarios para aprobar o bloquear una iniciativa se recalculan como si hubiera 26 Estados miembros nada más. Estos elementos entran en vigor con el Tratado de Niza aunque el nuevo número de los votos no entre en vigor hasta 2014, lo cual complica aún más los posibles escenarios de votación. Afortunadamente para todos, los casos en los que se llega a votar en las reuniones del Consejo ECOFIN son muy infrecuentes.

#### *e) El papel del Parlamento Europeo*

En general, en el ámbito de la política económica el Tratado de Lisboa es neutral hacia el Parlamento Europeo. Hay algunos cambios en los procedimientos por los cuales puede modificar la normativa, pero en conjunto el resultado no fortalece ni debilita su papel.

Sin embargo, el Parlamento Europeo pasa a tener más poder en el ámbito concreto de la regulación que afecta a las reglas de supervisión de la política económica. En concreto, refuerza su papel en el campo de la Estrategia de Lisboa y el brazo preventivo del Pacto de Estabilidad pasando de un procedimiento de cooperación, donde el Consejo tenía la última palabra, a uno de codecisión. Esto provocará que los cambios (por ejemplo, la revisión de la Estrategia de Lisboa) tiendan a ser más de presentación que cambios en los instrumentos jurídicos utilizados, para evitar embarcarse en negociaciones intermina-

bles con el Parlamento Europeo. Es decir, como consecuencia del deseo del Consejo de evitar largos debates con el Parlamento Europeo, es previsible que la regulación actual en la supervisión de las políticas económicas se mantenga bastante estable durante un tiempo largo.

## 6. Conclusión

Al igual que le ha sucedido al resto del mundo, la Unión Europea no estaba preparada ni para la crisis financiera ni para la recesión económica que le ha seguido. El pánico financiero, el desplome de la producción y la brutal contracción del comercio internacional han elevado el desempleo y reducido el bienestar de los europeos que, súbitamente, se han empobrecido. En este sentido, es indiscutible que la crisis ha sido una pésima noticia para ciudadanos, empresas y gobiernos en la Unión Europea.

Sin embargo, por otra parte, la recesión económica que ha seguido a la crisis está siendo un revulsivo para devolver cierto liderazgo político e intelectual a la Unión Europea en un momento en el que su influencia en el mundo se estaba reduciendo. Por ello, si la Unión juega bien sus cartas y aprovecha las oportunidades que abre la reconfiguración del orden internacional que la crisis ha precipitado podrá recuperar parte del terreno perdido en los últimos años. Pero para lograrlo, necesita consolidar las instituciones y políticas que han sido efectivas para afrontar la crisis y mejorar aquellas en las que existían y sigue habiendo debilidades. Además deberá fortalecer su posición de cara al exterior.

Será prioritario construir una mejor gobernanza económica y financiera para la zona euro, avanzar en las reformas estructurales para aumentar el potencial de crecimiento y enfrentar el reto del envejecimiento de la población, y dar un nuevo empujón a la Estrategia de Lisboa, rebautizada como UE2020 en la revisión de 2010. Los países europeos sólo lograrán aumentar su productividad si fomentan políticas de desarrollo e innovación y sus empresas logran el liderazgo internacional en los sectores intensivos en conocimiento del futuro. Para lograr estos objetivos, la Unión Europea podrá por fin basarse en la entrada en vigor del Tratado de Lisboa, que pone fin a varios años de incertidumbre institucional. Permitirá agilizar el proceso de toma de decisiones y elevar el perfil internacional de la Unión mediante la figura del Presidente del Consejo. Además, se potenciará la visibilidad de la zona euro con un mayor poder del Eurogrupo, a pesar de que este siga siendo un órgano informal.

Pero los retos para la Unión son enormes. Incluso después de la ampliación, continuará perdiendo peso relativo en la economía global por el auge de las potencias emergentes. Según las proyecciones que en 2003 hizo Goldman Sachs y que dieron nombre al concepto BRICs (Brasil, Rusia, India y China) en 2036 estas cuatro economías emergentes (a las que hay que añadir México) superarán en tamaño del PIB, aunque no en renta per capita, a todos los países europeos. Esto significará que ni siquiera Alemania estará entre las seis economías más grandes del mundo. Estados Unidos será la primera, seguida de China, India, Japón, Brasil y Rusia (Goldman Sachs 2003). Si a todo ello añadimos la elevada dependencia de las importaciones de gas y petróleo de casi todos los países europeos y que menos del 6%

de la población mundial vivirá en la Unión Europea en 2050, ya antes de la crisis la Unión Europea tenía importantes retos en el horizonte.

Como la crisis no hará más que acelerar este proceso porque probablemente reducirá el crecimiento potencial más en los países desarrollados que en los emergentes, la Unión Europea tiene que buscar fórmulas para aumentar su poder e influencia que vayan más allá de su menguante peso objetivo en la economía global. Y es aquí donde la crisis presenta nuevas oportunidades. Por una parte, ha significado un punto de inflexión en la globalización económica, poniendo fin al periodo de liberalización iniciado de la mano de Ronald Reagan y Margaret Thatcher en la década de los ochenta. Aunque este punto de inflexión no supondrá la debacle del capitalismo, el Estado recuperará legitimidad y poder en relación al mercado y el modelo liberal anglosajón perderá parte de su atractivo e influencia en favor de los modelos de inspiración europea, que tienen mayor regulación e intervención pública y que son admirados por la mayoría de los países de Asia y América Latina. Esto incrementará el poder blando de la Unión Europea y su legitimidad para plantear iniciativas internacionales.

Por otra parte, el liderazgo mostrado por las autoridades europeas en las primeras fases de la crisis, la solidez y efectividad de las medidas tomadas por el BCE (que lo han colocado al mismo nivel que la Fed) y la predisposición de los países de la Unión a liderar la transición desde el obsoleto G-7/8 al emergente G-20, han supuesto un despertar para la Unión Europea después de años de pasividad y posiciones defensivas en la escena internacional. Aunque los países europeos son claros candidatos a perder peso en favor de las potencias emergentes tanto en la reforma de las cuotas y votos del FMI como en la sustitución del G-7/8 por el G-20, por el momento se están moviendo con astucia. A Francia, Alemania, Reino Unido, Italia y la Presidencia Europea de turno, que son miembros permanentes del G-20, se han sumado España y Holanda, que han asistido a todas las reuniones celebradas hasta la fecha, convirtiéndose de facto en miembros del grupo. Además, los países europeos han logrado forjar una posición común en estos foros, que se suma a la que ya tienen en la Organización Mundial de Comercio (OMC) y en la lucha contra el cambio climático y la pobreza, donde llevan años presentando iniciativas ambiciosas y ejerciendo liderazgo. Todo ello va a permitir a la Unión exportar sus valores y su forma de entender el mundo a las instituciones que darán forma a las nuevas reglas de la globalización económica que emergerán tras la crisis. Por último, como se ha señalado, aunque el euro no vaya a sustituir al dólar como moneda de reserva global a medio plazo, su uso tras la crisis no hará más que aumentar, lo que también contribuirá a fortalecer a la zona euro y, por tanto, a la Unión Europea.

Sirva como corolario el siguiente ejemplo del potencial que tiene la Unión Europea cuando logra hablar con una voz común. En los juegos olímpicos de Pekín en 2008, la atención de los medios de comunicación se centró en la rivalidad entre China, la potencia en auge, y Estados Unidos, la super-potencia del momento. China resultó vencedora al obtener un total de 51 medallas de oro frente a 36 de Estados Unidos. Pues bien, los países de la Unión Europea obtuvieron 87 medallas de oro. Además, si se añaden las de plata y bronce, sumaron un total de 280, frente a sólo 110 de Estados Unidos y 100 de China.

## Bibliografía

- Aghion, Philippe et al. (2008): *Coming of Age: Report on the euro area*. Bruegel Blueprint series, enero 2008, Bruselas.
- Altman, C. Roger (2008): “The Great Crash, 2008. A Geopolitical Setback for the West”, *Foreign Affairs*, January/February 2009.
- Becker, Werner (2007): *Euro riding high as an international reserve currency* Deutsch Bank Research Paper. EU Monitor 46, mayo.
- Borio, Claudio (2009): “Implementación del enfoque macroprudencial en la regulación y la supervisión financieras” capítulo 8 en *La reforma de la arquitectura financiera internacional*, Alonso, Fernández de Lis y Steinberg (coord.), ed. Empresa Global, Madrid.
- Buiter, Willem H. (2008): “Why the United Kingdom should join the eurozone”. *International finance*, 11 (3). pp. 269-282.
- Cohen, Benjamin (2003): “Global Currency Rivalry: Can the Euro Ever Challenge the Dollar?” *Journal of Common Market Studies*. Volumen 41, número 4.
- Cohen, Benjamin (2006): “The Macrofoundations of Monetary Power” en *International Monetary Power*, coordinado por David Andrews. Cornell University Press.
- Cohen, Benjamin (2009): “Dollar Dominance, Euro Aspirations: Recipe for Discord?”, *Journal of Common Market Studies* Vol. 47, N° 4, pp. 741-766.
- Comisión Europea (2008): “EMU@10: Successes and Challenges after 10 Years of Economic and Monetary Union”, *European Economy*, 2. Office of Publications of the European Communities.
- Comisión Europea (2008b): “A European Economic Recovery Plan”, Comunicación de la Comisión Europea al Consejo de Ministros de la Unión Europea.
- Comisión Europea DG ECFIN (2009): “Economic Crisis in Europe: Causes, Consequences and Responses”, *European Economy*.
- Crespo, Clara (2007a): “La reforma del Pacto de Estabilidad: el trade-off entre visibilidad y buen diseño en la regla fiscal europea”, Documento de Trabajo del Real Instituto Elcano N° 1/2007.
- Crespo, Clara (2007b): “La gobernanza económica de la zona euro bajo el Tratado de Lisboa”, *Boletín Económico del ICE* n° 2926.
- Crespo, Clara (2009a): “El gran test del euro”, *Análisis del Real Instituto Elcano* 41/2009.
- Crespo, Clara (2009b): “Estrategias de salida tras la cumbre del G-20”, *Análisis del Real Instituto Elcano* 139/2009.
- De Grauwe, Paul (2006): “What have we learnt about Monetary Integration Since the Maastricht Treaty?”, *Journal of Common Market Studies*, 44(4): 711-730.

- De la Dehesa, Guillermo (2009a): *La primera gran crisis financiera del siglo XXI*. Alianza Editorial, Madrid.
- De la Dehesa, Guillermo (2009b): “Will the Euro ever replace the Dollar as the dominant global currency?” Documento de Trabajo del Real Instituto Elcano N° 54/2009.
- Eichengreen, Barry, y Charles Wyplosz (1998), “The Stability Pact: More than a Minor Nuisance?”, *Economic Policy*, 26, pp. 65-104.
- Eichengreen, Barry and K. O’Rourke (2009). “A Tale of Two Depressions,” VoxEU.org.
- Eichengreen, Barry (2009): “The Dollar Dilema” *Foreign Affairs*, September/October pp. 53-68.
- FMI (2009): *World Economic Outlook*, octubre de 2009.
- Fernández de Lis, Santiago et al. (2009): *Rescates y reestructuración bancaria. El caso español*. Documento de trabajo 152/2009. Fundación Alternativas.
- Frankel, Jeffrey y Menzie Chinn (2008): “Why the Euro Will Rival the Dollar” *International Finance* 11:1, 2008: pp. 49–73-
- Goldman Sachs (2003): *Dreaming with BRICs: The Path to 2050* Global Economics Paper No. 99. Octubre.
- Goodhart, Cae (2006): “The ECB and the Conduct of Monetary Policy”, *Journal of Common Market Studies*, 44(4): 757-778.
- Leiner-Killinger *et al.* (2007): “Structural Reforms in EMU and the Role for Monetary Policy”, ECB Occasional Papers, No. 66 (July).
- Isbell, Paul y Steinberg, Federico (2009): “Mejor dentro del euro que fuera”, 5 de febrero. *El País*
- Kirshner, Jonathan (1995): *Currency and Coercion: The Political Economy of International Monetary Power*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Kirshner, Jonathan (2003) “Money is politics” *Review of International Political Economy*, Volume 10, Issue 4, pp. 645 – 660.
- Krugman, Paul (2009): *The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008*. WW Norton. (Primera edición de 1999).
- Mulas, Carlos (2009): “Improving Economic Governance in the EU” *Análisis del Real Instituto Elcano* 12/2009.
- Pisani-Ferry, Jean, Andre Sapir y Jakob von Weizsäcker (2008): “A European recovery programme”. *Bruegel Policy Brief* 2008/9.
- Pisani Ferry, Jean y Posen, Adam (2009): *The Euro at Ten: The Next Global Currency*, Petersen Institute for International Economics, Washington DC.



- Posen, Adam, coordinador (2005): *The Euro at Five: Ready for a Global Role?* Institute for International Economics, Washington DC.
- Posen, Adam (2008) “Why the euro will not rival de dollar” *International Finance* 11:1, 2008: pp. 75–100
- Steinberg, Federico (2008): “La crisis financiera global. Causas y respuesta política” *Revista de Análisis del Real Instituto Elcano*, número 58, noviembre de 2008, pp. 9-14.
- Vegara, David y Gonzalo García Andrés (2009): “La regulación y la supervisión financiera en la UE” capítulo 9 en *La reforma de la arquitectura financiera internacional*, Alonso, Fernández de Lis y Steinberg (coord.), ed. Empresa Global, Madrid.
- Von Hagen, Jürgen (2009): “The monetary mechanics of the crisis”, *Bruegel Policy Contribution* 2009/08. Bruegel.