



Universidad de Valladolid

Facultad de Derecho

Trabajo Fin de Grado

Grado en DADE

**La crisis financiera de 2008 y su
impacto en la gobernanza económica
de la Unión Europea**

Presentado por:

Pablo Borregón González

Tutelado por:

Francisco Fonseca Morillo

Valladolid, XX de septiembre de 2024

RESUMEN

En el presente trabajo se abordan las causas del nacimiento de la crisis financiera de 2008 en Estados Unidos, un acontecimiento cuyo origen, lejos de ser aislado, puso en evidencia la profunda interdependencia del sistema financiero global. La rápida expansión de la crisis hacia la Unión Europea demostró la vulnerabilidad de las economías conectadas, exacerbando las tensiones dentro del continente.

El hecho de que la crisis surgiera en el exterior llevó a la Unión Europea a adoptar medidas erróneas que, lejos de contener la situación, contribuyeron a transformarla en una crisis de deuda soberana, amenazando la supervivencia del euro y cuestionando la estabilidad del proyecto comunitario. La deficiente regulación de la Unión Económica y Monetaria (UEM) obligó a los líderes europeos a improvisar un rediseño institucional que abordara las debilidades estructurales.

A lo largo del trabajo, se estudiarán las reformas implementadas con el objetivo de solventar los problemas derivados de la crisis, ofreciendo al lector una visión detallada y crítica del proceso de ajuste. Este análisis invita a reflexionar sobre los desafíos y las lecciones que dejó la crisis para el futuro de la gobernanza económica en Europa.

ÍNDICE DE CONTENIDO

1.	INTRODUCCIÓN.....	7
2.	EL ORIGEN DE LA CRISIS FINANCIERA: ESTADOS UNIDOS EN EL OJO DEL HURACÁN	9
3.	EL ESPEJISMO DEL EURO: UNA UNIÓN MONETARIA IMPERFECTA	30
4.	DE LA CRISIS FINANCIERA A LA CRISIS DE LA DEUDA SOBERANA: EL INICIO DEL REDISEÑO INSTITUCIONAL.....	44
5.	EL RESCATE FINANCIERO A GRECIA	48
6.	EL MECANISMO EUROPEO DE ESTABILIZACIÓN FINANCIERA	52
7.	EL CONTAGIO DE LA CRISIS: EL EFECTO DOMINÓ	57
	7.1 Irlanda.....	58
	7.2 Portugal	59
	7.3 De nuevo, Grecia.....	59
8.	LA REFORMA DE LA GOBERNANZA ECONÓMICA: EL SIX-PACK.....	61
	8.1 El Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC)	62
	8.2 El Semestre Europeo.....	70
	8.3 Procedimiento de desequilibrio macroeconómico.....	74
9.	EL TRATADO DE ESTABILIDAD, COORDINACIÓN Y GOBERNANZA ...	78
10.	EL MECANISMO EUROPEO DE ESTABILIDAD	86
	10.1 El Consejo Europeo del 28 y 29 de junio de 2012	89
	10.2 El Tribunal Constitucional Federal de Alemania	90
	10.3 La Sentencia Pringle	91
	10.4 La asistencia financiera a España.....	92
11.	EL TWO-PACK	94
12.	EL PAPEL DEL BANCO CENTRAL EUROPEO	99
13.	¿Y SI HUBIÉRAMOS OPTADO POR EUROBONOS PERPETUOS Y EL BAIL-IN CHIPRIOTA?	107
	13.1 Los bonos perpetuos.....	107
	13.2 El Bail-in Chipriota.....	109
14.	CONCLUSIÓN	112
15.	BIBLIOGRAFÍA	115

ÍNDICE DE TABLAS Y GRÁFICOS

Gráfico 2.1: Evolución del índice general bursátil S&P 500 en comparación con la evolución del índice representativo únicamente de las empresas tecnológicas (periodo 1992-1999).....	9
Gráfico 2.2: Evolución del índice general bursátil S&P 500 en comparación con la evolución del índice representativo únicamente de las empresas tecnológicas (periodo 2000-2002)...	10
Gráfico 2.3: Variaciones de la fabricación de equipos informáticos respecto al año precedente	11
Gráfico 2.4: Variación porcentual del PIB real con frecuencia trimestral en Estados Unidos en el periodo 1998-2002.....	11
Gráfico 2.5: Variación de los tipos de interés de la Reserva Federal.....	12
Gráfico 2.6: Variación de los tipos de los Bonos del Estado	12
Gráfico 2.7: Evolución de la bolsa tras el estallido de las <i>punto com</i>	13
Gráfico 2.8: Evolución de los precios de vivienda en Estados Unidos y sus principales ciudades en términos nominales. 1990=100	15
Gráfico 2.9: Evolución Home Equity Withdrawal Through Refinancing (en millones de dólares) en el periodo 2000-2004.....	16
Tabla 2.1: Evolución de los Securitized Assets Outsanding.....	17
Gráfico 2.10: Evolución de las emisiones de CDO (billones estadounidenses de dólares con frecuencia trimestral) en el periodo 2004-2006.	20
Gráfico 2.11: Evolución del porcentaje del valor total de los activos de las CDO que representan los RMBS en el periodo 2000-2006.....	21
Gráfico 2.13: Cantidad de valor nacional de los Credit Default Swaps	23
Gráfico 2.14: Variación porcentual en el precio de la vivienda en Estados Unidos y las principales ciudades en 2007-2008. 1Q2007=100%.....	24
Tabla 2.2: Porcentaje de impago en los préstamos prime y subprime	25
Tabla 2.3: Ganancias trimestrales de los bancos antes de impuestos en el año 2007.	25
Tabla 2.4: Caída de la cotización de las acciones de las principales firmas de Wall Street... ..	26
Gráfico 2.15: Aumento de los activos de la Reserva Federal tras el rescate bancario	27
Gráfico 3.1: Crecimiento medio anual del PIB en el periodo 2000-2007.....	35
Gráfico 3.2: Saldo por cuenta corriente respecto al % PIB nacional.....	36
Tabla 3.1: Posición de Inversión Internacional Neta en los países europeos (datos en millones de euros)	37
Gráfico 3.3: Composición sectorial de la deuda total en el año 2007	38
Tabla 3.2: Déficit Público como % del PIB.....	39
Tabla 3.3: Deuda pública como % del PIB.....	39

Gráfico 3.4: Crecimiento % de los salarios y la productividad en Alemania en el periodo 2001-2007.....	42
Gráfico 3.5: Costes laborales unitarios nominales en Alemania, España, Grecia, Italia y Portugal en el periodo 2000-2007. (2000=100).....	43
Gráfico 4.1 Diferenciales soberanos frente a Alemania antes del anuncio griego	46
Gráfico 4.2: Diferenciales soberanos frente a Alemania después del anuncio griego	46
Gráfico 7.1: Impacto en el corto plazo del anuncio del MEEF en los mercados de la deuda soberana (prima de riesgo de los bonos a 10 años).	58
Tabla 8.1: Simulación de la dinámica de la deuda pública	68
Tabla 8.2: El Semestre Europeo: Actores y Calendario	73
Tabla 8.3: Indicadores del Procedimiento de Desequilibrio Macroeconómico y sus límites	75
Gráfico 12.1: Evolución de los tipos de interés del BCE	100
Gráfico 12.2: Evolución del tipo de interés fijado por el BCE y el Euribor.....	101
Gráfico 12.3: Compras semanales del SMP y evolución del stock acumulado del SMP (miles de millones de euros).....	103
Gráfico 12.4: Operaciones de Financiación a largo plazo (% del total según los bancos destinatarios).....	104
Tabla 13.1: Ejemplo de cuadro de amortización.....	108
Gráfico 13.1: Esquema del Rescate Bail-in.	111

ABREVIATURAS

UE: Unión Europea
MEEF: Mecanismo Europeo de Estabilidad Financiera
FEFF: Facilidad Europea de Estabilidad Financiera
MEDE: Mecanismo Europeo de Estabilidad
TECG: Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza
PEC: Pacto de Estabilidad y Crecimiento
BCE: Banco Central Europeo
MBS: Mortgage Backed Securities
FRED: Federal Reserve Economic Data
RMBS: Residential Mortgage Backed Securities
CDO: Collateralized Debt Obligations
CDS: Credit Default Swap
TARP: Troubled Asset Relief Program
CFPB: Consumer Financial Protection Bureau
FSOC: Financial Stability Oversight Council
UEM: Unión Económica y Monetaria
PIB: Producto Interior Bruto
CLU: Costes Laborales Unitarios
PIIN: Posición de Inversión Internacional Neta
PERE: Plan Europeo de Recuperación Económica

KFW: Kreditanstalt für Wiederaufbau
MoU: Memorandum of Understanding
TJUE: Tribunal de Justicia de la Unión Europea
TFUE: Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea
TUE: Tratado de la Unión Europea
FMI: Fondo Monetario Internacional
STC: Sentencia del Tribunal Constitucional
CE: Comisión Europea
EPAC: Estudio Prospectivo Anual sobre el Crecimiento.
IMA: Informe sobre el Mecanismo de Alerta.
EEMM: Estados Miembros.
PNR: Programa nacional de Reforma.
PE/PC: Programa de Estabilidad o Convergencia.
REP: Recomendaciones específicas por países.
FROB: Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria
SAREB: Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria
AES: Autoridades Europeas de Supervisión
JERS: Junta Europea de Riesgo Sistémico
CEF: Comité Económico Financiero
LTRO: Long-Term Refinancing Operations
SMP: Securities Market Programme
OMT: Outright Monetary Transactions

1. INTRODUCCIÓN

La crisis financiera de 2008 marcó un punto de inflexión crucial en la historia de la Unión Europea, poniendo en juego la propia supervivencia del euro y desafiando los cimientos de la integración europea. En un contexto de turbulencia económica sin precedentes, se hizo evidente que el sistema de gobernanza económico diseñado en el Tratado de Maastricht resultaba insuficiente para afrontar tales crisis. Estos años de convulsión no solo pusieron a prueba la estabilidad de la moneda única, sino que también revelaron la necesidad imperiosa de una integración más profunda y cohesiva. En respuesta, la UE implementó reformas institucionales significativas que buscaron subsanar las deficiencias del marco anterior, con el objetivo de construir una arquitectura económica más sólida y resistente. Esta evolución fue crucial para restaurar la confianza y garantizar la estabilidad a largo plazo, marcando un hito en el proceso de integración europea.

El objetivo de este trabajo es analizar las causas subyacentes de la crisis financiera de 2008 para comprender mejor el contexto que justificó las medidas implementadas por la Unión Europea. Este análisis se llevará a cabo desde una perspectiva tanto jurídica como económica, permitiendo desentrañar cómo las deficiencias en la gobernanza económica y las estructuras regulatorias existentes contribuyeron a la crisis. Al examinar las reformas institucionales adoptadas para abordar estos problemas, se busca ofrecer una visión integral de cómo estas medidas intentaron corregir los defectos del sistema y fortalecer la resiliencia de la Unión Europea frente a futuros desafíos.

Este trabajo se estructura en varias partes:

En primer lugar, se exploran las causas que condujeron al sector financiero de Estados Unidos al precipicio del colapso durante la crisis de 2008. Esta fase inicial del análisis pone un énfasis particular en los factores que inflaron la burbuja inmobiliaria y en el proceso de titulización hipotecaria, ambos elementos cruciales que culminaron en la crisis de Lehman Brothers. El derrumbe de esta emblemática institución financiera no solo desencadenó un pánico bancario a escala internacional, sino que también provocó un impacto global que reverberó a lo largo y ancho del planeta.

En segundo lugar, se refleja que la verdadera raíz de la crisis del euro no fue un fenómeno estrictamente financiero que después contagió al resto del sistema económico. Se pone el foco en el deficiente diseño institucional de la Unión Económica y Monetaria Europea que permitió la acumulación continua de desequilibrios macroeconómicos, propiciando un

crecimiento insostenible sustentado en el endeudamiento excesivo de las economías periféricas. Se explica cómo la errónea percepción de que los problemas de crecimiento y desempleo que afectaban a las economías europeas eran consecuencia de un contagio externo llevó a subestimar la gravedad de la situación, considerándola temporal y sin necesidad de adoptar medidas extraordinarias. Se subraya que la falta de visión sobre la profundidad de la crisis resultó en una intervención limitada, trasladando el problema de la deuda privada a la deuda pública, agravando los desequilibrios fiscales. Se expone como la combinación de varios elementos culminarían en una crisis de deuda soberana que puso en riesgo la estabilidad de la Eurozona.

A continuación se detalla la respuesta de la Unión Europea que pivota en varias líneas de actuación: (i) La asistencia financiera. La ausencia de un mecanismo en el seno del marco comunitario obligó a improvisar préstamos mancomunados internacionales a Grecia, posteriormente se crearon el Mecanismo Europeo de Estabilidad Financiera (MEEF) y la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera (FEEF) como instrumentos temporales para, finalmente, lograr un auténtico mecanismo de asistencia financiera permanente en el seno de la Unión Europea (MEDE). (ii) Nuevos instrumentos de gobernanza económica adoptados en el Six-Pack, reforzados en gran medida con el Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza, culminándose el proceso con la aprobación del Two-Pack. (iii) Un mayor activismo del Banco Central Europeo.

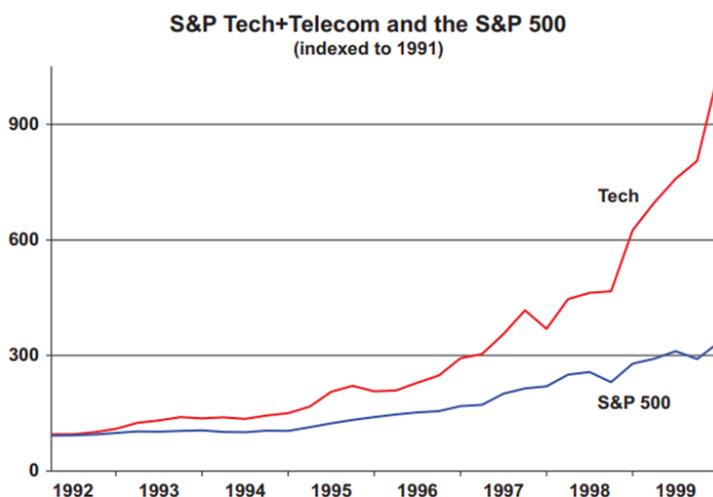
Finalmente, desde una perspectiva retrospectiva, se pondera la viabilidad de haber recurrido a alternativas como los bonos perpetuos o los rescates Bail-in, consideradas como opciones más adecuadas y menos perjudiciales para el conjunto de la Unión Europea en el contexto de la crisis experimentada.

2. EL ORIGEN DE LA CRISIS FINANCIERA: ESTADOS UNIDOS EN EL OJO DEL HURACÁN

La crisis financiera de 2008 (también denominada Gran Recesión) fue la crisis más grave desde la Gran Depresión. Fue una crisis internacional con múltiples consecuencias económicas, políticas y sociales, a partir de la cual, el mundo no ha vuelto a ser el mismo. Una década y media después de que estallase todo aquello que aconteció en aquel fatídico 2008, sus implicaciones continúan vigentes y han dado forma al mundo tal y como lo conocemos.

La crisis se originó en Estados Unidos, donde generalmente se inician las crisis con efectos a nivel internacional. Para entender el nacimiento de la crisis, hace falta remontarse a los años 90 cuando el índice bursátil S&P 500¹ crecía constantemente empujado principalmente por el auge de las acciones de las empresas tecnológicas² (Gráfico 2.1). En 1999 el S&P aumentó en un 273% respecto a 1993, mientras que las acciones de alta tecnología lo hicieron en un 700% (gracias a las espectaculares innovaciones tecnológicas del momento).

Gráfico 2.1: Evolución del índice general bursátil S&P 500 en comparación con la evolución del índice representativo únicamente de las empresas tecnológicas (periodo 1992-1999).



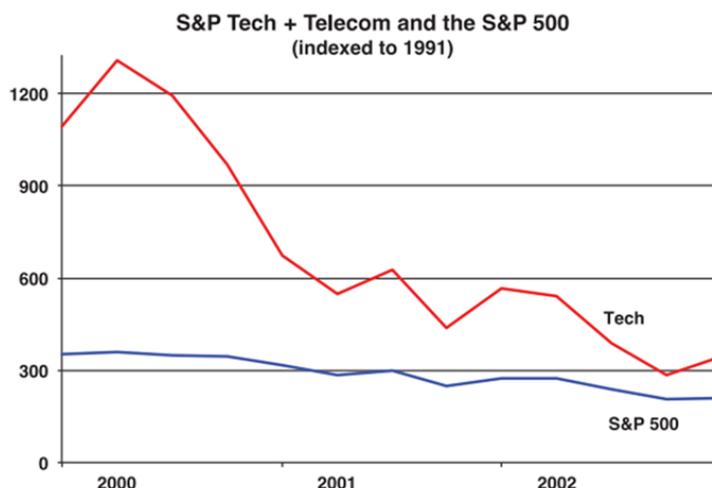
¹ El S&P 500 es un índice bursátil que incluye a 500 de las empresas más grandes y representativas que cotizan en las bolsas de valores de Estados Unidos, como la Bolsa de Nueva York (NYSE) y el NASDAQ. Es uno de los índices más conocidos y seguidos a nivel mundial y se utiliza comúnmente como una medida del desempeño general del mercado de valores estadounidense.

² Microsoft (por su lanzamiento de Windows 95 o productos como Office que impulsaron sus acciones a niveles sin precedentes), Cisco Systems, Intel, Dell...

Fuente: Standard & Poor's Corp. Elaboración por WIGMORE BARRIE, A., *The Financial Crisis of 2008: A History of US Financial Markets 2000–2012*, Cambridge University Press, Cambridge, 2021.

La euforia llegó a un abrupto final a mediados del año 2000, el colapso comenzó en el NASDAQ donde se negociaban la mayoría de las acciones de las *Tech*. A finales del año 2002, las acciones tecnológicas cayeron un 75%.

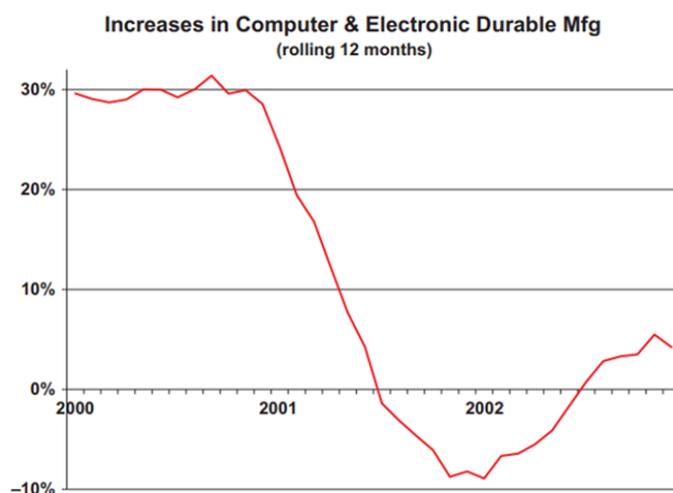
Gráfico 2.2: Evolución del índice general bursátil S&P 500 en comparación con la evolución del índice representativo únicamente de las empresas tecnológicas (periodo 2000-2002).



Fuente: Standard & Poor's Corp. Elaboración por WIGMORE BARRIE, A., *The Financial Crisis of 2008: A History of US Financial Markets 2000–2012*, Cambridge University Press, Cambridge, 2021

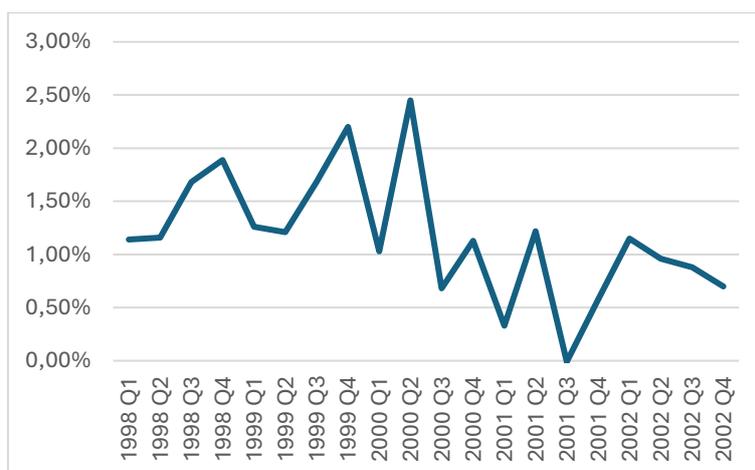
El gasto de las empresas en equipos tecnológicos y software cayó un 9% en 2001, tras haber crecido en un 30% en los años precedentes (gráfico 2.3). La crisis de la tecnología y de las telecomunicaciones fue tan grave que redujo casi a cero el crecimiento real del PIB de Estados Unidos entre mediados del año 2000 y finales del año 2001 (gráfico 2.4).

Gráfico 2.3: Variaciones de la fabricación de equipos informáticos respecto al año precedente



Fuente: Federal Reserve Economic Data (FRED). Elaboración por WIGMORE BARRIE, A., *The Financial Crisis of 2008: A History of US Financial Markets 2000–2012*, Cambridge University Press, Cambridge, 2021

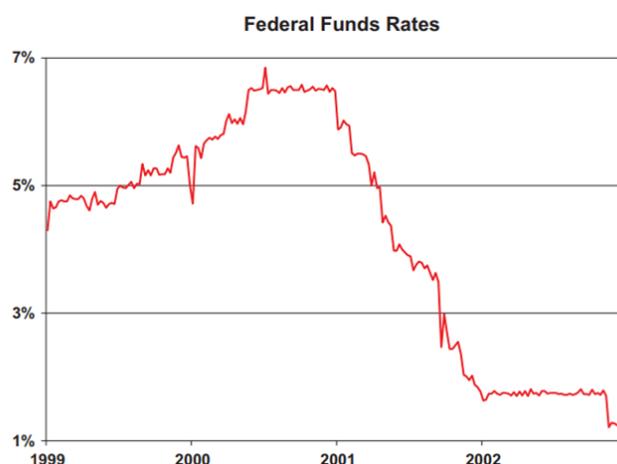
Gráfico 2.4: Variación porcentual del PIB real con frecuencia trimestral en Estados Unidos en el periodo 1998-2002



Fuente: Federal Reserve Economic Data. Elaboración propia

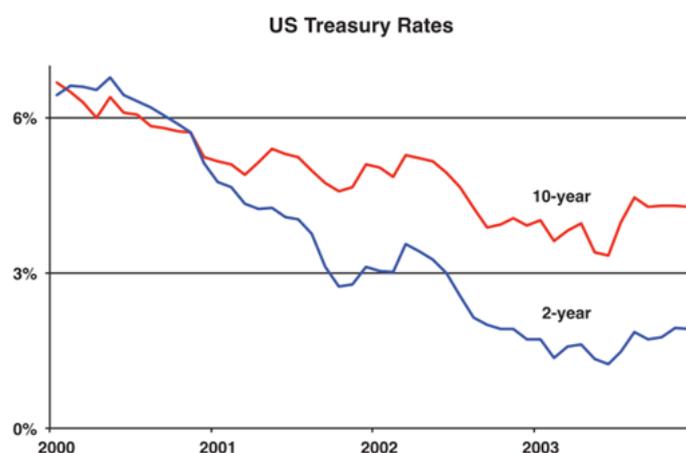
Tras el estallido de la burbuja de las empresas tecnológicas y el atentado de las torres gemelas del 11 de septiembre de 2001, Estados Unidos inició un periodo de recesión que provocó que la Reserva Federal de Estados Unidos pusiera en marcha políticas monetarias expansivas, disminuyendo los tipos de interés (*Federal Funds Rates*) un total de 13 veces hasta que se situó levemente por encima del 1% a finales del 2002 (Gráfico 2.5). Los bonos del Estado siguieron la misma tendencia, ya que el interés de los bonos a 2 años disminuyó del 6,75% hasta el 1,75% y los bonos a 10 años del 6% al 4% (Gráfico 2.6).

Gráfico 2.5: Variación de los tipos de interés de la Reserva Federal



Fuente: Federal Reserve Economic Data (FRED). Elaboración por WIGMORE BARRIE, A., *The Financial Crisis of 2008: A History of US Financial Markets 2000–2012*, Cambridge University Press, Cambridge, 2021

Gráfico 2.6: Variación de los tipos de los Bonos del Estado

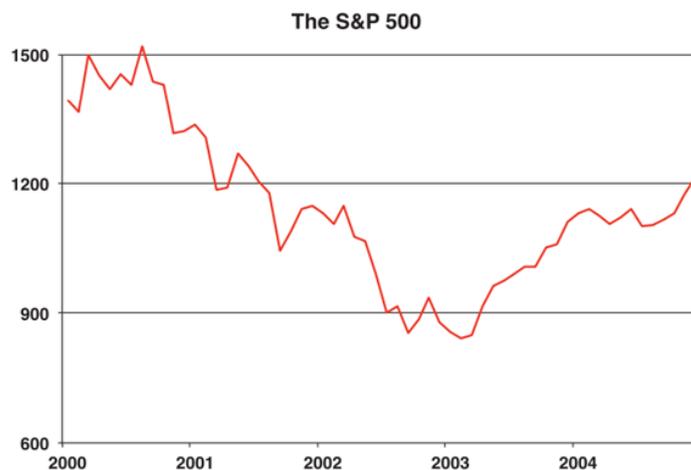


Fuente: Federal Reserve Economic Data (FRED). Elaboración por WIGMORE BARRIE, A., *The Financial Crisis of 2008: A History of US Financial Markets 2000–2012*, Cambridge University Press, Cambridge, 2021.

El gobierno de George W. Bush no solo llevó a cabo un cambio en la política exterior (iniciando las guerras en Afganistán e Iraq), sino que vino acompañada de nuevas políticas fiscales o regulatorias. Con la expiración de la Ley de Control Presupuestario (*The Budget Enforcement Act of 1990*) se produjo una histórica reducción de los impuestos al tiempo que aumentó el gasto en defensa considerablemente. Como consecuencia de los estímulos fiscales y monetarios, la economía estadounidense logró reactivarse.

A diferencia de lo que se suele creer, la crisis financiera no comenzó con los bancos ni con la codicia del sistema financiero, sino que su auténtico origen se encuentra en una decisión política en los años 90 con el objetivo de luchar contra la pobreza. En 1995, el presidente Bill Clinton anunció *The National Homeownership Strategy*³ (Estrategia Nacional de Propiedad de Vivienda) con la que se buscaba promover la propiedad de la vivienda en las clases sociales con menor renta disponible. Uno de sus principales puntos de actuación fue reducir el desembolso inicial necesario para solicitar el préstamo hipotecario en la adquisición de vivienda. A partir de ese momento, el desembolso exigido pasó del 20% del capital prestado al 5%, para finalmente eliminarlo por completo en el año 2000⁴. En dicha estrategia, Freddy Mac y Fanni Mae⁵ jugaron un papel trascendental en el sistema de financiación de la vivienda⁶. El desplome de la bolsa (gráfico 2.7) y la bajada de los tipos de interés convirtieron el mercado bursátil y el de los bonos estatales menos atractivos. Los bancos de inversión, que buscaban fórmulas de rentabilidad alternativas en el nuevo contexto macroeconómico, encontraron en el mercado hipotecario una nueva oportunidad de negocio.

Gráfico 2.7: Evolución de la bolsa tras el estallido de las *punto com*



Fuente: Standard & Poor's Corp. Elaboración por WIGMORE BARRIE, A., *The Financial Crisis of 2008: A History of US Financial Markets 2000–2012*, Cambridge University Press, Cambridge, 2021

³ Esta iniciativa tenía como objetivo principal aumentar la tasa de propiedad de vivienda en Estados Unidos, facilitando el acceso a la compra de viviendas para más familias, especialmente para aquellos de ingresos bajos y moderados.

⁴ U.S. Department of Housing and Urban Development. (1995). *The National Homeownership Strategy: Partners in the American Dream*. U.S. Government Printing Office.

⁵ Son entidades híbridas con un estatus público-privado fueron creadas por el Congreso de los Estados Unidos para cumplir con propósitos específicos en el mercado de la vivienda, pero no son administradas directamente por el gobierno federal.

⁶ VILLAR BURKE, J., *Weathering the Storm: The Financial Crisis and the EU Response*, Business Expert Press, Nueva York, 2017.

La combinación de un sólido crecimiento en los empleos, tasas de interés bajas y políticas para alentar los préstamos con garantías patrimoniales provocó un aumento en los precios de las viviendas, aunque también puso las hipotecas al alcance de familias de ingresos menores. Así es como se gestaron las denominadas *Hipotecas subprime*⁷ concedidas a las personas *NINJA*⁸ (menos pudientes). Se instauró un círculo vicioso que se retroalimentaba. Primero, los bancos comerciales se encargaban de conceder préstamos hipotecarios sin filtro alguno, facilitando el acceso a la vivienda a familias, que de otra forma, nunca hubieran podido ser propietarias. En consecuencia, la demanda inmobiliaria se disparó, provocando un aumento de precios de vivienda despiadado. Aunque el prestatario no fuese capaz de amortizar el préstamo no suponía ningún inconveniente, pues el banco podría quedarse con la vivienda, que lo garantizaba en caso de incumplimiento. La revalorización que la vivienda experimentaba en el mercado le permitía con su venta⁹, no solo recuperar el capital prestado (pese al incumplimiento hipotecario), sino obtener un beneficio en un plazo más breve que en el caso en el que se cumpliera con el plazo de amortización, pudiendo dedicar el saldo obtenido a conceder nuevos préstamos hipotecarios para obtener mayores rentabilidades.

Los precios de las viviendas de media en Estados Unidos aumentaron un 200% en términos nominales desde el año 1990 (Gráfico 2.8). En el 2006 los estadounidenses adquirieron 6 millones de viviendas¹⁰ más que en el 2000 (para ponerlo en perspectiva este número de viviendas sería suficiente para dar hogar a todos los ciudadanos de Madrid y Berlín juntos).

Se debe subrayar que la construcción residencial constituye un sector clave para la economía, por su capacidad de generación de empleo y efectos de arrastre sobre otras actividades económicas, los empleados eran cada vez mejor pagados y destinaban su renta a la adquisición de nuevas viviendas, dando lugar a la creación de una burbuja inmobiliaria en la que se pagaban precios desorbitados por inmuebles¹¹.

⁷ De esta forma se denominaban en el mundo anglosajón los préstamos hipotecarios concedidos a prestatarios de alto riesgo.

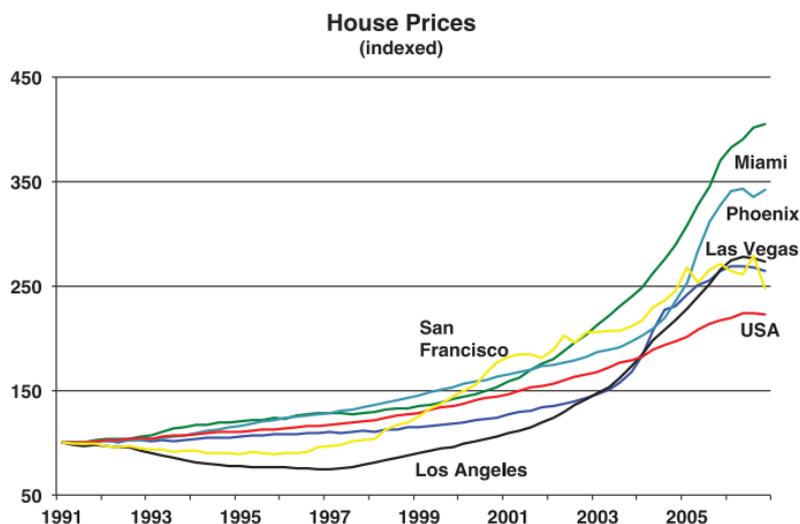
⁸ NINJA proviene del acrónimo en inglés (No Income, No Job, No asset) en el que se hace referencia a la poca capacidad económica de los prestatarios de las hipotecas.

⁹ Ventas que a su vez eran financiadas con nuevos préstamos hipotecarios.

¹⁰ Dato obtenido de Federal Finance Housing Agency.

¹¹ TORRERO MAÑAS, A., *Sobre la Crisis Financiera Internacional*, Instituto Universitario de Análisis Económico y Social Documento de Trabajo 01/2013, 2013.

Gráfico 2.8: Evolución de los precios de vivienda en Estados Unidos y sus principales ciudades en términos nominales. 1990=100



Fuente: Federal Finance Housing Agency. Elaboración por WIGMORE BARRIE, A., *The Financial Crisis of 2008: A History of US Financial Markets 2000–2012*, Cambridge University Press, Cambridge, 2021.

Como se ha mencionado anteriormente, los bancos obtenían liquidez con la venta de las viviendas hipotecadas, pero los incumplimientos no se producían instantáneamente, por lo que uno se podría plantear ¿Cuál era la fuente de liquidez que permitió una concesión crediticia continuada?

La respuesta está en el proceso de titulización hipotecaria que intervino de manera fundamental en la creación de la crisis. Una hipoteca representa para el banco la promesa de un flujo futuro de efectivo durante un largo periodo de años, durante los cuales, el prestatario pagará su crédito. Los bancos necesitaban aprovechar el auge del mercado, por lo que no podían esperar tanto tiempo, así que optaron por agrupar las hipotecas en los *Mortgage Backed Securities*¹² (MBS), que pasaron a comerciarse en los mercados financieros. Cuando un banco convierte una hipoteca en un bono y después lo vende, el banco percibe el capital representado descontado a un tipo de interés. Paralelamente, el comprador adquiere el derecho de recibir ese flujo estable de efectivo proveniente de los pagos de miles de deudores hipotecarios, además del derecho a la ejecución hipotecaria en caso de impago¹³.

La titulización transformó la creación de hipotecas en un negocio más que en una inversión de cartera, ya que los MBS se iban transmitiendo por los distintos bancos de inversión. El auge del mercado hipotecario incrementó la demanda de la vivienda (no solo como un lugar

¹² Títulos respaldados por hipotecas en su traducción al castellano.

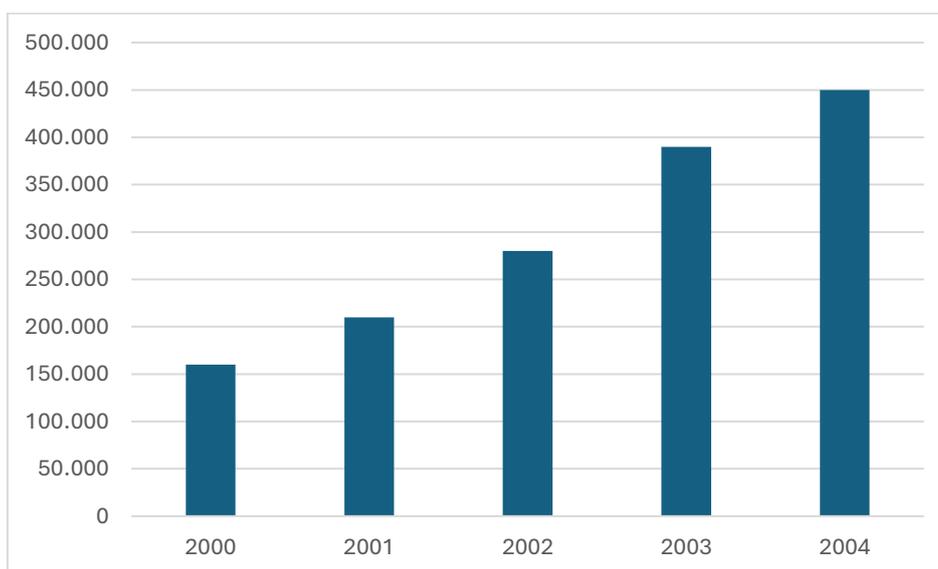
¹³ KEELLEY, B. & LOVE, P., *De la crisis a la recuperación: Causas, desarrollo y consecuencias de la Gran Recesión*, OECD Publishing, Paris, 2012.

en el que residir, sino también como una oportunidad de inversión), los prestatarios percibieron la vivienda como un bien en el que invertir para cubrir sus gastos. ¿De qué forma?

A través del *Home Equity Withdrawal Through Refinancing*¹⁴ (Retirada de capital inmobiliario mediante la refinanciación), que es el proceso por el que los propietarios de viviendas pudieron obtener dinero en efectivo al refinanciar su hipoteca existente. Ello implica obtener un nuevo préstamo hipotecario que es mayor que el saldo pendiente de la hipoteca actual, convirtiendo una parte del valor neto de su vivienda en efectivo líquido gracias a la revalorización en el mercado¹⁵.

La retirada de capital inmobiliario mediante la refinanciación se triplicó hasta superar los 450.000 millones de dólares en el año 2004 (Gráfico 2.9).

Gráfico 2.9: Evolución Home Equity Withdrawal Through Refinancing (en millones de dólares) en el periodo 2000-2004.



Fuente: Goldman Sachs. Elaboración propia

A medida que la economía se recuperaba, los inversores diversificaron sus carteras, enfocándose principalmente en bienes inmuebles y títulos respaldados por hipotecas. En el 2000 hubo 130.000 millones de dólares en préstamos hipotecarios *subprime*, en el año 2005 habría 625.000 millones de dólares en préstamos hipotecarios, de los cuales 507.000 millones

¹⁴ WIGMORE BARRIE, A., *The Financial Crisis of 2008: A History of US Financial Markets 2000–2012*, Cambridge University Press, Cambridge, 2021.

¹⁵ Por ejemplo, si el préstamo hipotecario otorgado que cubre la totalidad del precio de la vivienda es de 300.000€, pero con el paso de los años la vivienda se revaloriza y pasa a costar 400.000€ el prestatario podía solicitar la concesión de un nuevo préstamo hipotecario por el nuevo valor de la vivienda, dedicando la parte correspondiente (300.000€) a cancelar la hipoteca anterior y disponer del efectivo líquido restante (100.000€).

acabaron siendo transformados en títulos hipotecarios¹⁶. La inversión en RMBS¹⁷ aumentó en un 303% en el periodo 2002-2006¹⁸. En la tabla 2.1 se observa la evolución de los *Securitized Assets Outstanding* (activos titulizados pendientes) que se refiere al valor total de los activos que han sido convertidos en valores financieros y que aún están en circulación en el mercado.

Tabla 2.1: Evolución de los Securitized Assets Outstanding

SECURITIZED ASSETS OUTSTANDING						
(\$ billions)						
	Agency RMBS	Private RMBS	Comm'l MBS	Asset-backed	Total	RMBS %
1997	1,795	253	75	441	2,565	80%
1998	1,979	321	125	538	2,964	78%
1999	2,248	353	158	622	3,381	77%
2000	2,442	377	191	604	3,614	78%
2001	2,788	463	225	697	4,173	78%
2002	2,965	544	250	727	4,486	78%
2003	3,244	666	295	694	4,899	80%
2004	3,329	1,051	323	675	5,378	81%
2005	3,506	1,624	420	710	6,261	82%
2006	3,811	2,144	523	769	7,248	82%
2007	4,436	2,184	650	796	8,066	82%
2008	4,954	1,872	620	746	8,193	83%

Fuente: Federal Reserve (Financial Accounts of the United States). Elaboración por WIGMORE BARRIE, A., *The Financial Crisis of 2008: A History of US Financial Markets 2000–2012*, Cambridge University Press, Cambridge, 2021. Nota: Las RMBS agency hace referencia las concedidas por Fanny Mae y Freddie Mac, las RMBS private son concedidas por la banca privada, las CMBS son títulos hipotecarios que estaban garantizados por inmuebles que no eran viviendas residenciales y Asset-Backed son el resto de títulos respaldados.

La circulación de los MBS no solamente permitía a los bancos prestamistas obtener liquidez, sino que, además lograban deshacerse del riesgo de impago que suponían todas aquellas hipotecas *subprime*, lo cual provocó aún en mayor medida su promoción, puesto que los bancos prestamistas no serían quienes asumieran el riesgo final¹⁹.

¹⁶ VILLAR BURKE, J., Op. cit., pp. 55

¹⁷ Residential Mortgage Backed Securities que hace referencia a las viviendas residenciales.

¹⁸ Datos obtenidos de Federal Reserve (Financial Accounts of the United States).

¹⁹ WIGMORE BARRIE, A., op. cit, p. 119.

La siguiente cuestión que cabe plantearse es ¿Cómo es posible que hubiera inversores dispuestos a adquirir estos títulos que conllevaban un gran riesgo de impago? La respuesta se encuentra en los *Collateralized Debt Obligations* (CDO) que se podría traducir al castellano como obligaciones de deuda garantizada. Son instrumentos financieros complejos que agrupaban diversos tipos de activos subyacentes, como por ejemplo, los préstamos hipotecarios. Se utilizaron para enmascarar el riesgo de las hipotecas subprime. Estaban compuestas por una torre de bonos en la que tanto el riesgo como el rendimiento iban disminuyendo conforme uno iba subiendo. En una CDO, se juntaban bonos hipotecarios calificados como BBB (estos tramos tienen mayores niveles de riesgo y, por lo tanto, pagan tasas de interés más altas) con bonos hipotecarios AAA (conocido como tramo senior, tiene la menor probabilidad de incumplimiento y, por lo tanto, paga la tasa de interés más baja) con el objetivo de lograr que el conjunto de todos ellos se calificaran como AAA, reduciendo así su riesgo percibido²⁰.

Las agencias de calificación jugaron un papel importantísimo en el desencadenante de la crisis financiera. En muchas ocasiones, declararon que el 80% de la nueva torre conformada por los CDO era deuda AAA. Los CDO fueron un servicio de lavado del crédito de los propietarios de clases sociales más bajas²¹.

Es cierto que las agencias de calificación carecían de experiencia valorando este tipo de productos que eran nuevos en el mercado, y que realmente eran difíciles de medir²². Las firmas de Wall Street implementaron una ingeniería financiera cuyo nivel de riesgo no era realmente comprendido por nadie en aquella época. Sin embargo, con el paso del tiempo se puso de manifiesto actuaciones cuanto menos negligentes. En realidad, no se estudiaba cada préstamo de vivienda individualmente, los modelos de las agencias evaluaban las características generales de los grupos de préstamos. Para ello, empleaban las puntuaciones FICO²³, el principal error es que no se solicitaba una lista de las puntuaciones de todos los prestatarios sino la puntuación media del fondo. Para cumplir con los estándares de la agencia y maximizar el porcentaje de bonos AAA, la puntuación FICO de media de los prestatarios tenía que situarse en torno a 615.

²⁰ KEELEY, B. & LOVE, P., *op cit.*, p. 30.

²¹ *Ibidem*.

²² Una emisión de CDO contaba con más de 163,000 tramos, lo que hacía imposible su análisis para los inversores, excepto para los propios emisores o las agencias de calificación, siempre y cuando recopilaran la información necesaria.

²³ El acrónimo "FICO" se refiere a Fair Isaac Corporation, la empresa que desarrolló el sistema de puntuación crediticia más utilizado en Estados Unidos y otros países. FICO es un acrónimo que proviene de los nombres de los fundadores de la empresa, William Fair y Earl Isaac.

No obstante, la probabilidad de obtener pérdidas era mucho menor en un bono que estuviera compuesto por préstamos que tuvieran individualmente todos ellos una puntuación de 615, que un grupo de préstamos compuestos en su primera mitad por préstamos de puntuación 550 y la otra mitad de 680 (que a su vez lograban también una puntuación media de 615), porque era prácticamente seguro que con una puntuación de 550 no se cumpliría con los pagos.

Además, las agencias de calificación no captaban las diferencias entre un prestatario con un historial crediticio breve o amplio, así inmigrantes que nunca habían dejado de pagar una deuda porque nunca se les había concedido préstamos obtenían calificaciones sorprendentemente altas. Los modelos utilizados por las agencias de calificación estaban plagados de esas clases de oportunidades. El truco consistía en encontrarlas antes de que lo hicieran otros²⁴.

Existen sospechas más que fundadas sobre prácticas corruptivas. La calificación al riesgo de cualquier activo la llevan a cabo tres empresas: Standard & Poor's, Moody's y Fitch Ratings. Los bancos chantajeaban a estas empresas para obtener una buena calificación a cambio de no irse a la competencia. Además, los trabajadores de las agencias estaban mal pagados, los más inteligentes acabaron recalando en las compañías de Wall Street donde pudieron ayudar a manipular a las empresas para las que antes trabajaban²⁵.

La complejidad de los RMBS hizo que los inversores dependieran de las calificaciones de las agencias, lo que a su vez hizo a los inversores vulnerables a los modelos de riesgo de las agencias, así como a la dificultad para encontrar fallos. Así es como los bancos de inversión como Bear Steans, Merrill Lynch, Goldman Sachs, Morgan Stanley o Lehman Brothers sin saberlo acabarían llenando sus estanterías de activos hipotecarios *subprime*, creyendo que estaban adquiriendo hipotecas de calidad²⁶.

Los bancos concedieron préstamos hipotecarios a personas que sabían que no iban a poder pagarlos, pero no suponía ningún inconveniente, el aumento del precio de la vivienda permitía recuperar el préstamo y la venta de los títulos hipotecarios otorgaba la liquidez necesaria para seguir concediendo crédito, la colaboración indispensable de las agencias, por medio de la corrupción y el engaño, posibilitaba colocarlos con facilidad a inversores que serían quienes asumirían el riesgo real en última instancia. Los prestamistas perdieron la

²⁴ MONROE LEWIS, M; RAMOS MENA, F. *La gran apuesta: Cómo un puñado de inversores jugaron a perder contra el mundo, y ganaron*, Mondadori, Barcelona, 2013.

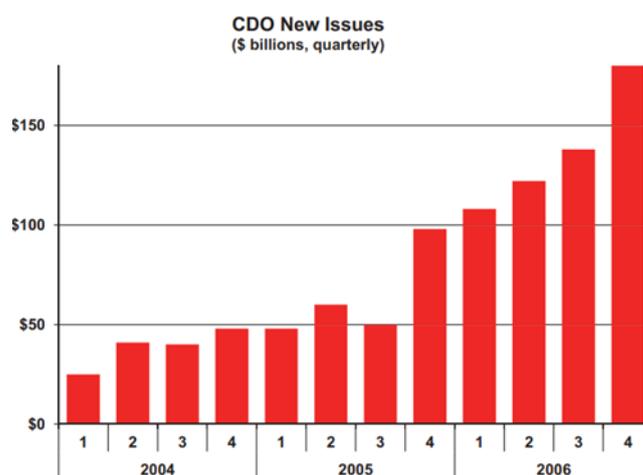
²⁵ *Ibidem*.

²⁶ WIGMORE BARRIE, A., op. cit, p.130.

contención, degradando constantemente sus propios estándares para aumentar los volúmenes de crédito. Todas las partes estaban encantadas con el círculo, todas jugaron su papel para seguir enriqueciéndose sin importarles que detrás de cada hipoteca existían familias reales²⁷.

Las emisiones de CDO se triplicaron a finales de 2005 y 2006 alcanzándose en el cuarto trimestre de este último año emisiones por un valor aproximado de 180 mil millones de dólares (Gráfico 2.10). El peso porcentual que representaban las RMBS en las CDO fue en aumento con el paso de los años, pasando del 20% en 2001 al 80% en 2006 (Gráfico 2.11). Ya se mencionó que para el lavado de crédito eran necesarias también hipotecas *conforming*²⁸ que siguieron ocupando la cuota más alta de hipotecas concedidas, aunque con el paso de los años fueron decreciendo en favor de las hipotecas *subprime, jumbo, home equity, Alt-A*²⁹ (Gráfico 2.12).

Gráfico 2.10: Evolución de las emisiones de CDO (billones estadounidenses de dólares con frecuencia trimestral) en el periodo 2004-2006.



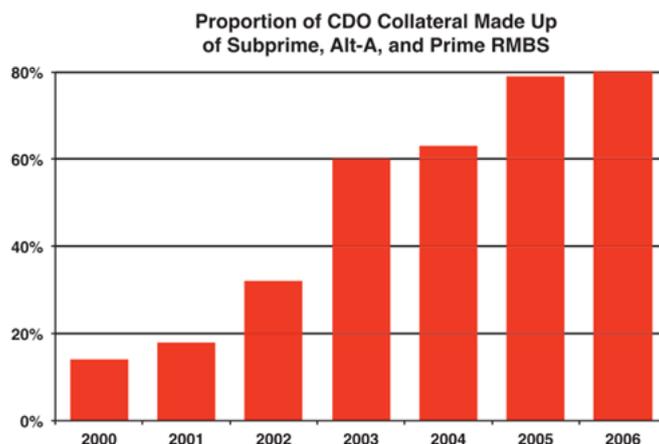
Fuente: Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA) Research Quarterly. Elaboración por WIGMORE BARRIE, A., *The Financial Crisis of 2008: A History of US Financial Markets 2000–2012*, Cambridge University Press, Cambridge, 2021.

²⁷ MONTEAGUDO VALDEZ, M., “Reflexiones sobre la Crisis Financiera Internacional” Revista Derecho & Sociedad núm. 32, 2010 pp. 77 a 84.

²⁸ Se refieren a préstamos hipotecarios que cumplen con los criterios establecidos.

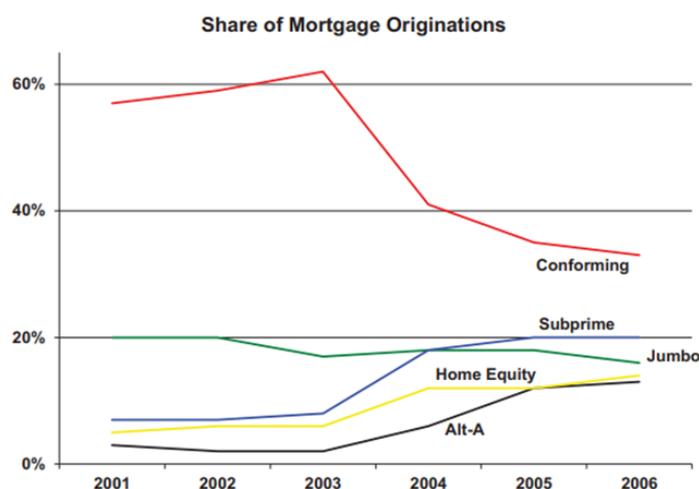
²⁹ Todas ellas hacen referencia a préstamos hipotecarios arriesgados que no cumplían con los criterios mínimos.

Gráfico 2.11: Evolución del porcentaje del valor total de los activos de las CDO que representan los RMBS en el periodo 2000-2006



Fuente: Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA) Research Quarterly. Elaboración por WIGMORE BARRIE, A., *The Financial Crisis of 2008: A History of US Financial Markets 2000–2012*, Cambridge University Press, Cambridge, 2021.

Gráfico 2.12: Proporción de hipotecas conforming, subprime, jumbo, home equity, Alt-A emitidas en el periodo 2001-2006



Fuente: Greenlaw (2008), Greenlaw, David, Hatzius, Jan, Kashyap, Anil K. and Shin, Hyun Song, “Leveraged Losses: Lessons from the Mortgage Meltdown,” Proceedings of the U.S. Elaboración por WIGMORE BARRIE, A., *The Financial Crisis of 2008: A History of US Financial Markets 2000–2012*, Cambridge University Press, Cambridge, 2021

La expansión del mercado parecía no tener límites, algunos inversores empezaron a ver la burbuja y apostaron en corto³⁰. El problema del mercado hipotecario es que no se podían

³⁰ Operar en corto en el mercado bursátil (*Short Selling*) es una estrategia que llevan a cabo los inversores cuando anticipan una caída en el valor de las acciones. Consiste en tomar prestadas un número de acciones (que venden inmediatamente a un precio, por ejemplo 100) con el compromiso de devolverlas en el futuro al prestamista

tomar prestados los bonos hipotecarios, por lo que algunos inversores decidieron apostar en contra del mercado con los famosos *Credit Default Swaps* (CDS) o permuta de impago crediticio. Es un contrato en el que el comprador paga una prima periódica al vendedor, quien a su vez se compromete a compensar al comprador en caso de impago de un crédito (el préstamo hipotecario en este caso). Muchas de las empresas aseguradoras como AIG comenzaron a vender los CDS confiando en las calificaciones de las agencias, sin contar con los fondos suficientes para hacer frente a la totalidad de los impagos³¹.

Tal fue el ansia de los inversores que quisieron apostar en contra del mercado por medio de los CDS, que no existían suficientes estadounidenses poco solventes a los que se les podía conceder los préstamos para satisfacer la demanda de CDS. La maquinaria de Wall Street ideó una solución creando las *Synthetic CDO* (CDO sintéticas). Utilizaron la compra de CDS para reproducir títulos respaldados por hipotecas de viviendas reales³², expandiendo todavía en mayor medida el mercado financiero y el margen de las ganancias. De ahí que las pérdidas del sistema financiero fueran mucho mayores a los préstamos hipotecarios *subprime*. Las CDO sintéticas basadas simplemente en derivados representaron aproximadamente el 15% de las emisiones de CDO en el volumen de 2006³³.

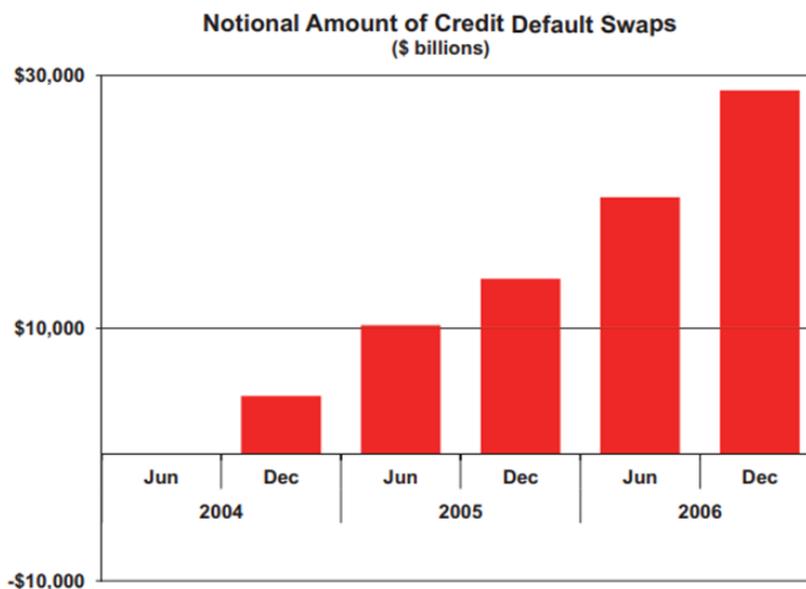
(adquiriéndolas en un momento anterior al precio del mercado, por ejemplo 80) obteniendo como rentabilidad la diferencia de ambos valores (20).

³¹ KEELEY, B. & LOVE, P., *op cit.*, p. 30.

³² Los inversores querían apostar a que se producirían impagos en los préstamos hipotecarios, pero no había suficientes préstamos hipotecarios para satisfacer la demanda, por ello se emitieron las CDO sintéticas que no están compuestas por los préstamos hipotecarios reales sino por los propios seguros (CDS) que estaban vendiendo, al fin y al cabo generaban también flujos de efectivo cuando los préstamos hipotecarios resultaban impagados. La CDO sintética imita a la CDO conformada por títulos hipotecarios reales aunque en realidad solo tiene apuestas sobre esas hipotecas.

³³ WIGMORE BARRIE, A., *op. cit.*, p.142.

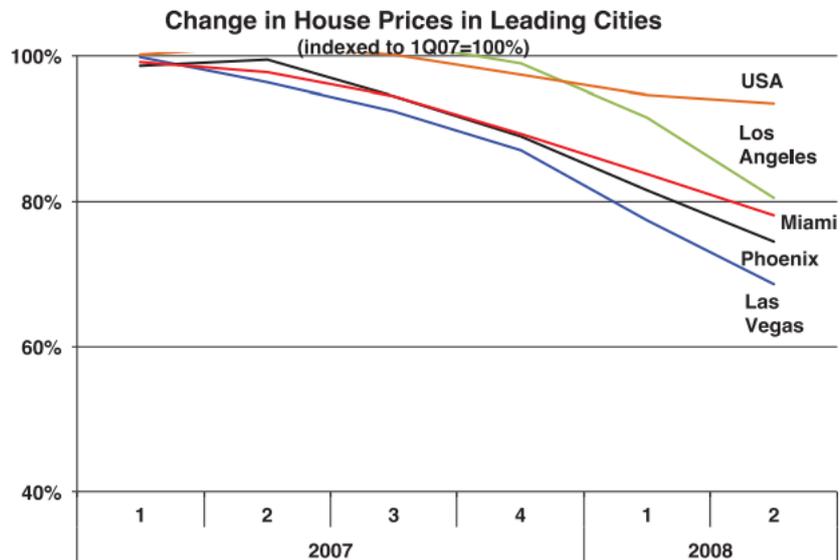
Gráfico 2.13: Cantidad de valor nacional de los Credit Default Swaps



Fuente: Bank for International Settlements (BIS). Elaboración por WIGMORE BARRIE, A., *The Financial Crisis of 2008: A History of US Financial Markets 2000–2012*, Cambridge University Press, Cambridge, 2021.

El inicio de la crisis se produjo en el año 2007, muchas de las hipotecas concedidas en los años anteriores eran *teaser loans* (hipotecas de tasa de interés ajustable) las cuales atraían a los prestatarios de bajos ingresos con unas cuotas reducidas durante los primeros años, pero que al cabo de un tiempo aumentarían de manera abrupta. Los prestatarios pensaron que el precio de sus casas subiría más rápido que los tipos, no obstante, cuando muchos de ellos tuvieron que hacer frente a las cuotas más altas pusieron sus viviendas en el mercado aumentando considerablemente la oferta haciendo caer los precios de las viviendas (gráfico 2.14).

Gráfico 2.14: Variación porcentual en el precio de la vivienda en Estados Unidos y las principales ciudades en 2007-2008. 1Q2007=100%



Fuente: Federal Housing Finance Agency (House price index datasets). Elaboración por WIGMORE BARRIE, A., *The Financial Crisis of 2008: A History of US Financial Markets 2000–2012*, Cambridge University Press, Cambridge, 2021

Millones de estadounidense no tenían capacidad para hacer frente a las cuotas hipotecarias, a menos que sus viviendas subieran de precio. Se produjo la primera oleada de impagos, pero ahora el banco no podía aprovechar la subida del precio de vivienda para satisfacer la totalidad de su crédito con la ejecución hipotecaria³⁴.

³⁴ Ibidem.

Tabla 2.2: Porcentaje de impago en los préstamos prime y subprime

	Préstamos Prime				Préstamos Subprime			
	2004	2005	2006	2007	2004	2005	2006	2007
% Impago en los primeros 12 meses	2,43%	2,39%	4,33%	4,93%	11,19%	16,22%	23,79%	25,48%
% Impago en los primeros 18 meses	3,90%	3,74%	7,67%	6,86%	15,92%	23,35%	34,91%	33,87%
% Impago en los primeros 21 meses	5,11%	4,91%	10,51%	6,40%	23,35%	31,72%	43,75%	32,15%

Fuente: Federal Reserve Bank of Chicago. Elaboración propia

El impago de las hipotecas produjo enormes pérdidas a muchos de los bancos de inversión que se habían dedicado a adquirir los RMBS y CDO. En abril de 2007, New Century Financial Corporation se declaró en bancarota, dicho acontecimiento expuso la fragilidad del mercado de hipotecas subprime y contribuyó a la crisis financiera global al desencadenar una cascada de incumplimientos. El deterioro de los activos financieros hizo mella en la mayoría de los bancos estadounidenses (Tabla 2.3).

Tabla 2.3: Ganancias trimestrales de los bancos antes de impuestos en el año 2007.

BANKS' QUARTERLY PRE-TAX INCOME				
(\$ millions)				
	1Q2007	2Q2007	3Q2007	4Q2007
AIG	6,172	6,328	4,879	-8,436
Bank of America	7,823	8,660	5,356	-915
Bear Stearns	835	554	175	-1,371
Citigroup	6,715	8,782	261	-17,342
Goldman Sachs	4,859	3,439	4,259	5,055
Lehman Brothers	1,699	1,879	1,205	1,230
JP Morgan	7,332	6,351	5,000	4,122
Merrill Lynch	2,901	2,826	-3,638	-14,920
Morgan Stanley	3,430	3,504	2,246	-5,786
Wachovia	3,300	3,481	2,362	-16
Wells Fargo	3,200	3,444	3,289	1,693

Fuente: 10-Ks and 10-Qs. Elaboración por WIGMORE BARRIE, A., *The Financial Crisis of 2008: A History of US Financial Markets 2000–2012*, Cambridge University Press, Cambridge, 2021

Los resultados produjeron una desconfianza absoluta en el mercado que se tradujo en una caída en la cotización de las acciones (Tabla 2.4). Llegados a este punto, todos conocían los excesos que se habían cometido en el mercado crediticio, el sistema financiero estaba a punto de colapsar. El 15 de septiembre de 2008 Lehman Brothers se declaró en quiebra, lo que supuso un pánico bancario absoluto, que llevó al mercado financiero a cerrar el grifo del crédito en todo el mundo, ningún banco se fiaba de ningún otro. La caída de uno de los mayores bancos del mundo produjo miedo y una venta masiva de acciones que provocó un desplome de la bolsa.

La restricción del crédito tuvo efectos inmediatos en la economía real, el sector de la construcción entró en recesión, y con él, más de 8 millones de trabajadores estadounidenses se quedaron sin trabajo, reduciendo en gran medida el consumo y el gasto³⁵.

Tabla 2.4: Caída de la cotización de las acciones de las principales firmas de Wall Street

BANKS' 4TH QUARTER 2007 STOCK PRICES	
	% decline
Morgan Stanley	47%
Bear Stearns	47%
Citigroup	47%
Merrill Lynch	46%
Lehman Brothers	43%
Goldman Sachs	37%
Wachovia Corp	35%
JP Morgan	25%
Bank of America	24%
Wells Fargo	23%

Fuente: Annual Reports. Elaboración WIGMORE BARRIE, A., *The Financial Crisis of 2008: A History of US Financial Markets 2000–2012*, Cambridge University Press, Cambridge, 2021.

Lo siguiente que cabría plantearse es, si los bancos no obtienen financiación y no pueden acometer ningún tipo de inversión ¿Qué pasaría con los depósitos de los ciudadanos? Es una pregunta que George Bush no estuvo dispuesto a descubrir. El 24 de septiembre de 2008 se dirigió a los estadounidenses con el célebre discurso:

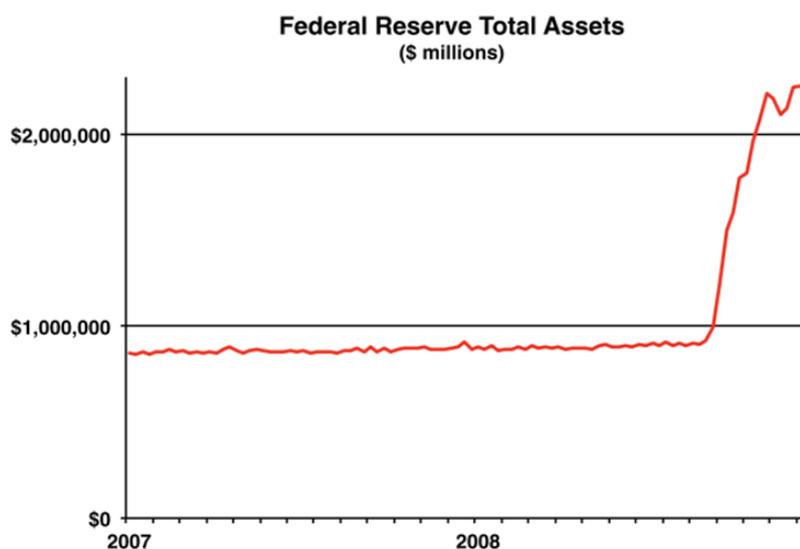
This rescue effort is not aimed at preserving any individual company or industry -- it is aimed at preserving America's overall economy. It will help American consumers and businesses get credit to meet their daily needs

³⁵ RODRÍGUEZ PRADA, G., *La crisis financiera y la gran recesión en Estados Unidos*, Editorial Universidad de Alcalá, Madrid, 2013.

and create jobs. And it will help send a signal to markets around the world that America's financial system is back on track.³⁶

Con el fin de evitar el colapso financiero, el presidente Bush impulsó el *Troubled Asset Relief Program* (TARP) o programa de alivio de activos en problemas. El TARP fue diseñado para comprar activos problemáticos, especialmente activos respaldados por hipotecas que habían perdido valor significativamente. El 3 de octubre de 2008 Bush firmó la *Emergency Economic Stabilization Act* o la Ley de Estabilización Económica de Emergencia. Inicialmente, se autorizó un fondo de hasta 700.000 millones de dólares (o en otras palabras se rescató con dinero público el sistema bancario) de los que finalmente se invirtieron 426.000 millones. El gobierno estadounidense compró buena parte de los activos (Gráfico 2.15 y Gráfico 2.16) hipotecarios logrando dos objetivos: eliminar el riesgo del impago para los bancos y drenar el sistema financiero con liquidez³⁷.

Gráfico 2.15: Aumento de los activos de la Reserva Federal tras el rescate bancario

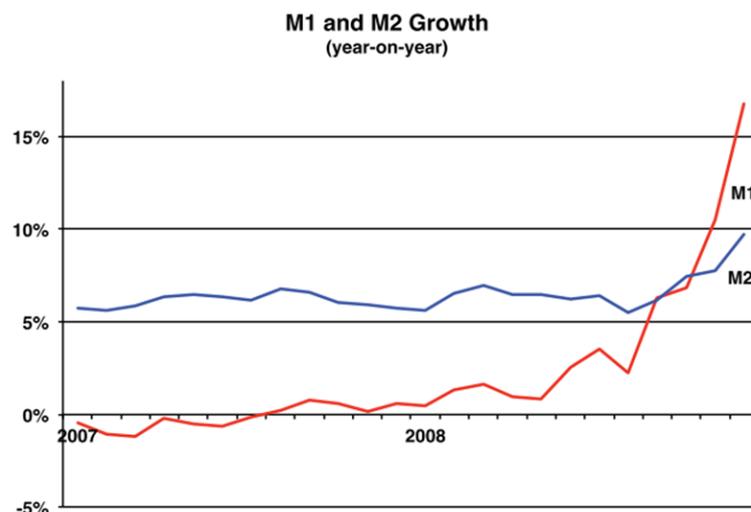


Fuente: Federal Reserve Economic Data. Elaboración por Wigmore, B. A. (2021). *The Financial Crisis of 2008: A History of US Financial Markets 2000–2012*. Cambridge: Cambridge University Press.

³⁶ Este rescate no aspira a preservar ninguna compañía o empresa individual, aspira a preservar la economía americana en general. Ayudará a los consumidores y negocios americanos a conseguir crédito para cumplir con sus necesidades diarias y crear trabajos. Ayudará a enviar señales al mercado de todo el mundo que el sistema financiero americano está de vuelta. Bush, G. W. (2008, septiembre 24) President's Address to the Nation.

³⁷ WIGMORE BARRIE, A., op. cit, p.176.

Gráfico 2.16: Variación de la Oferta Monetaria componentes M1 y M2³⁸



Fuente: Federal Reserve Economic Data. Elaboración por Wigmore, B. A. (2021). *The Financial Crisis of 2008: A History of US Financial Markets 2000–2012*. Cambridge: Cambridge University Press

Simultáneamente, el gobierno federal llevó a cabo reformas cruciales a través de la Ley Dodd-Frank de Reforma de Wall Street y Protección al Consumidor, promulgada en 2010. Esta legislación tuvo como objetivo fortalecer la regulación del sector financiero, mejorar la supervisión de instituciones bancarias y proteger a los consumidores de prácticas financieras abusivas. La creación de la Oficina de Protección Financiera del Consumidor (CFPB) y el establecimiento del Consejo de Supervisión de Estabilidad Financiera (FSOC) fueron pasos decisivos para prevenir futuras crisis y asegurar una mayor estabilidad en el sistema financiero.

La combinación de estas políticas permitió una recuperación gradual, pero sólida. La reestructuración de los mercados financieros y la restauración de la confianza en el sistema bancario jugaron un papel crucial en la recuperación económica. Si bien, el camino hacia la estabilidad completa fue prolongado, estas medidas permitieron a Estados Unidos superar la recesión, reiniciar el crecimiento económico y establecer bases más robustas para enfrentar posibles crisis en el futuro.

La quiebra de Lehman Brothers y la nacionalización de la aseguradora AIG por parte del gobierno estadounidense supuso un salto cualitativo en los temores de los inversores. Los

³⁸ En economía, los agregados monetarios M1 y M2 son medidas de la cantidad de dinero en circulación en una economía. Estos agregados incluyen diferentes componentes del dinero según su liquidez. El M1 mide el efectivo en manos del público y los depósitos a la vista. Mientras que el M2 incluye M1 más otros tipos de depósitos menos líquidos como los depósitos de ahorro o los depósitos a plazo.

productos financieros que provocaron la crisis se vendieron a escala global. Además, la escasa información sobre la distribución de algunos de los activos más problemáticos dificultaba, a su vez, la identificación de los tenedores finales de esos riesgos, lo que facilitó un aumento muy acusado y generalizado de la desconfianza inversora con respecto a la solvencia de las entidades financieras de todo el mundo. En un contexto de elevada integración y complejas interconexiones entre entidades financieras, la inestabilidad se extendió rápidamente a todos los activos, mercados y economías, generando la mayor crisis financiera desde la Gran Depresión de 1929³⁹.

³⁹ Ibidem.

3. EL ESPEJISMO DEL EURO: UNA UNIÓN MONETARIA IMPERFECTA

La crisis del euro no es la consecuencia de un acontecimiento desafortunado ocurrido de forma aislada en el mercado inmobiliario de Estados Unidos ajeno a lo que ocurría en el resto de las economías, ni tampoco un fenómeno estrictamente financiero que después ha contagiado al resto del sistema económico. Más bien, la aparición de la crisis puede explicarse a partir de la acumulación de los desequilibrios que se derivan del modelo de crecimiento que se fue dando a lo largo de los años anteriores y particularmente de la acumulación insostenible de deuda⁴⁰.

Ese endeudamiento creciente es insostenible, porque en algún momento los efectos recesivos del peso de la deuda acumulada en los años anteriores acaban pesando más que la capacidad de los agentes para mantener el crecimiento de su gasto con más deudas. Cuando esto ocurre, la demanda se reduce bruscamente y se inicia un proceso de desendeudamiento que puede ser largo y muy costoso.

Esta crisis se manifiesta a su vez en distintas formas que han ido presentándose con distinta intensidad a lo largo del tiempo. Así, lo que primero se interpretó como una crisis financiera, que afectaba a sectores importantes del sistema financiero internacional, se convirtió pronto en una crisis de crecimiento y empleo con los efectos sobre la economía real. Posteriormente, la conjunción de ambas con la estructura institucional de la zona euro y una respuesta equivocada por parte de las autoridades acabó provocando una crisis de deuda soberana cuya manifestación más evidente es la elevación de la prima de riesgo que sufrieron algunos países y las dificultades de estos gobiernos para financiarse. Estos aspectos de la gran recesión están interrelacionados y tienden a reforzarse en una especie de círculo vicioso⁴¹.

La constitución de la Unión Económica y Monetaria (UEM) se fundamentó en la idea de que los beneficios netos que ésta proporcionaría a los Estados miembros serían superiores a los que obtendrían manteniendo sus respectivas monedas nacionales. El diseño institucional de la UEM se basa, por un lado, en una política monetaria única, cuyas competencias fueron transferidas al Banco Central Europeo, una entidad independiente tanto de las instituciones comunitarias como de los Estados miembros, con el objetivo de mantener la estabilidad de

⁴⁰ ÁVAREZ, J; LUENGO, F & UXÓ, J., *Fracturas y crisis en Europa*, Clave Intelectual, Madrid, 2013.

⁴¹ *Ibidem*.

precios. Por otro lado, la política fiscal quedó bajo la competencia de los Estados miembros.⁴²

La política monetaria única supone la pérdida de dos instrumentos macroeconómicos poderosos, como la fijación de los tipos de interés y los tipos de cambio⁴³, con los que cuentan los estados soberanos para aplicar sus políticas. El principal problema al que se enfrenta el Banco Central Europeo es que las distintas economías que conforman la Unión se pueden encontrar en situaciones cíclicas diferentes, una puede estar atravesando por un crecimiento excesivo con inflación y otra por un estancamiento con un alto nivel de desempleo, sin embargo, el Banco Central Europeo solamente puede adoptar un único tipo de interés nominal para ambas, de forma que pudiera resultar demasiado restrictiva para la segunda y demasiado expansiva para la primera (este efecto se agrava cuando se considera el tipo de interés real, ya que un nivel de precios más bajo en el país en estancamiento hace que el tipo de interés real sea aún más alto, dificultando aún más la recuperación económica).

En la medida que se dieran los requisitos económicos establecidos por Robert Mundell en su teoría de las Áreas Monetarias Óptimas⁴⁴ (AMO), ante perturbaciones asimétricas⁴⁵ existirían suficientes elementos de ajuste para equilibrar las economías sin necesidad de acudir a una política monetaria diferenciada. Con el fin de garantizar que los Estados miembros tuvieran economías suficientemente similares para minimizar las tensiones económicas y evitar que las disparidades fiscales y económicas pusieran en peligro la estabilidad de la moneda única, en el Tratado de Maastricht de 1992 se introdujeron una serie de criterios de convergencia que se debían cumplir por todos los Estados antes de adoptar la moneda única⁴⁶.

Para mantener la disciplina fiscal y presupuestaria una vez constituida la UEM, que se había logrado entre los países candidatos a la entrada del euro con los criterios de convergencia, el

⁴² PUENTE REGIDOR, M., *La gobernanza económica de la UE. Retos y perspectivas de la UEME*, Aranzadi, Pamplona, 2012.

⁴³ De tal forma que un país no puede acudir a la devaluación de su moneda para acabar con sus los desequilibrios en las cuentas exteriores.

⁴⁴ MUNDELL, R. A., "A theory of optimum currency areas", *American Economic Review*, núm. 51(4), 1961, pp. 657 a 665, 1961.

⁴⁵ Shock económico que afecta de manera desigual a los diferentes estados.

⁴⁶ La tasa media de inflación de un país, observada durante un período de un año, no debía exceder en más de 1,5 puntos porcentuales la de los tres Estados miembros de la UE con mejor comportamiento. El déficit presupuestario anual de un país no debía exceder del 3 % del producto interior bruto (PIB) y la deuda pública no debía superar el 60 % del PIB. El tipo de interés a largo plazo de un país no debía exceder en más de 2 puntos porcentuales el de los tres Estados miembro con mejor comportamiento. Por último El tipo de cambio de un país debía mantenerse estable durante, al menos, los dos años precedentes.

Consejo adoptó dos reglamentos⁴⁷ en 1997 que contenían disposiciones de carácter preventivo y disuasorio con el objetivo de prevenir la aparición del déficit público excesivo y de garantizar la convergencia económica sostenida de los Estados miembros⁴⁸.

No obstante, desde un punto de vista económico los criterios de convergencia nominal no son condición necesaria ni suficiente para formar una Unión Monetaria con garantías y no guardan una relación con las condiciones que podían derivarse de la Teoría AMO⁴⁹.

Aunque la zona monetaria naciera con una serie de carencias y debilidades, que en un principio, podían no aconsejar su puesta en marcha, estas quedaron supeditadas a la voluntad europeísta de contar con una moneda común que permitiese avanzar hacia niveles mayores de unión política. El modelo de la UEM, diseñado en el Tratado de Maastricht, es un proyecto inacabado que, debido a sus deficiencias en el sistema de gobernanza, requería ser completado. Esto explica por qué la crisis en la Unión Europea tuvo unos efectos más devastadores que el país que la vio nacer⁵⁰.

Se esperaba que la propia dinámica de los acontecimientos llevase a avanzar paulatinamente desde la Unión Monetaria hacia una mayor integración económica y fiscal. Para ello, era indispensable aumentar la flexibilidad de los mercados laborales (con la finalidad de ajustar la economía en ausencia de tipo de cambio). Sin embargo, el tratado solo menciona conseguir disminuir la divergencia económica, sin nombrar la flexibilidad del mercado de trabajo.

En ausencia de política monetaria, se depositó la confianza plenamente en los ajustes que se producirían en la competitividad internacional que a su vez estaría altamente influenciada por la flexibilidad de los precios y los salarios, que son el único instrumento que les queda a los gobiernos, una vez que las políticas monetarias y el tipo de cambio se han cedido⁵¹.

Teóricamente, si una perturbación económica afectara de manera diferente a los países de la Unión, colocando a algunos en una fase de estancamiento y a otros en una fase de expansión,

⁴⁷ Los Reglamentos (CE) n° 1466/97 y 1467/97 esbozaron el Pacto de Estabilización y Crecimiento (PEC). Francia y Alemania fueron los primeros que incurrieron en déficits presupuestarios excesivos en 2002 y 2003 que no fueron sancionados como hubiera debido ser porque la decisión al respecto no es adoptada por el proceso comunitario sino por el intergubernamental y nadie estaba dispuesto a sancionar a los países más importantes de la Unión. Esta decisión afectó a la credibilidad y al papel del PEC que provocó su flexibilización en la reforma de 2005 que se plasmó en los Reglamentos (CE) números 1055/2005 y 1056/2005.

⁴⁸ CELI, G; GINZBURG, A; GUARASCIO, D & SIMONAZZI, A., *La crisis de la eurozona: la brecha entre el norte y el sur de Europa*, RBA Libros, Barcelona, 2018.

⁴⁹ Para el análisis teórico desde el punto de vista económico ver Sequeiros Tizón, J. G., Sánchez Santos, J. M., & Castellanos García, P., “La creación de un área monetaria óptima en la zona euro: diferenciales de inflación y desequilibrios públicos”. *Revista de Economía Mundial*, núm. 30, 2012, pp. 25 a 57.

⁵⁰ CELI, G; GINZBURG, A; GUARASCIO, D & SIMONAZZI, A., op. cit., p. 75.

⁵¹ ÁVAREZ, J; LUENGO, F & UXÓ, J., op. cit., p. 158

un país con un crecimiento insuficiente podría compensar esta situación si cuenta con un mercado laboral flexible. En este escenario, el aumento del desempleo podría llevar a una reducción de los salarios. Esto, a su vez, reduciría los costes de producción, permitiendo que el país se vuelva más competitivo (en términos de precios) en comparación con aquellos que están creciendo más rápido y que, probablemente, estén enfrentando una mayor inflación. La mayor competitividad, derivada de la reducción de precios, podría impulsar la demanda externa de sus productos, ayudando al país a recuperar su tasa de crecimiento económico.

El país que crece por encima de la media registra tasas de inflación mayores, esto supone un encarecimiento de sus exportaciones, pierde una parte de su demanda, que es sustituida por producción del resto de países, su balanza comercial empeora y la tasa de crecimiento se reduce. Opuestamente, en el país que crece menos, la situación es la inversa, las menores tasas de inflación le permiten atraer demanda exterior, logrando superávit externo y más demanda. Así pues, las diferencias de inflación son resultado de un proceso de ajuste equilibrador dentro de una Unión Monetaria y como tales no solo son inevitables, sino también deseables⁵².

El problema es, que si esta situación no se corrige y, los desequilibrios externos se convierten en persistentes, dan lugar a acumulaciones de deuda en los primeros países frente a los segundos. ¿Por qué los déficits o superávits comerciales conllevan posiciones deudoras o acreedoras?

Conforme a la macroeconomía moderna, basada en principios establecidos por economistas como John Maynard Keynes, el Producto Interior Bruto (PIB) es la renta de un país, ya que es la retribución que obtienen los factores productivos por incorporar valor añadido al producto final. La demanda agregada es la cantidad de bienes y servicios que se desean comprar y la renta de equilibrio es aquella producción coincidente con el gasto agregado:

$$Y = C + G + I + X - M$$

En cada periodo de tiempo, el PIB es la suma del consumo privado que hacen las familias o las empresas (C), el gasto público que realizan las administraciones públicas (G), la inversión (I), las exportaciones de bienes y servicios que se realizan al resto del mundo (X) menos las importaciones de bienes y servicios del resto del mundo (M).

⁵² Ibidem.

Dicho de otra manera, el gasto de los residentes en bienes de producción nacional y extranjera es $C+G+I$ ⁵³, por ello para obtener la producción nacional es necesario sumar las exportaciones (producción nacional demandada por los no residentes) representada con X y restar las importaciones (la parte de $C+G+I$ que se destina a producción extranjera) representada con M .

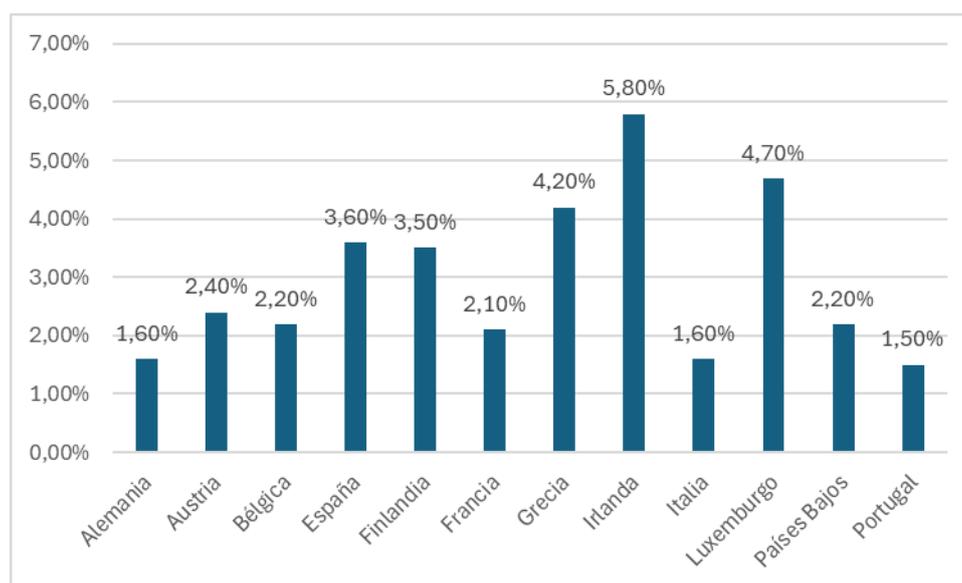
La contrapartida de cualquier déficit por cuenta corriente⁵⁴ es la necesidad de financiación del conjunto de la economía porque sencillamente el gasto nacional es superior a la producción y por tanto a la suma de la renta de los residentes. Ello, necesariamente comporta que en términos netos la economía se está endeudando. Los países con superávit se encuentran en la posición contraria, gastan menos de lo que producen, lo que se refleja en términos macroeconómicos en un exceso de ahorro que se canaliza de alguna forma hacia el exterior en forma de adquisición neta de activos financieros.

Una vez realizada la explicación teórica, si se observa la evolución de la economía en la Unión Europea en los años precedentes al estallido de la crisis se detectan las siguientes tendencias: Irlanda (5,8%), Grecia (4,2%), España (3,6%) y Finlandia (3,5%) tuvieron en el periodo 2000-2007 un crecimiento anual del PIB anual por encima de la media, mientras que países como Alemania (1,6%), Italia (1,6%) y Portugal (1,5%) crecieron a un ritmo menor (Gráfico 3.1).

⁵³ $Y + M = C + I + G$

⁵⁴ El déficit por cuenta corriente es la parte de la balanza de pagos que refleja la diferencia negativa entre el total de exportaciones de bienes y servicios y el total de importaciones ($X-M$).

Gráfico 3.1: Crecimiento medio anual del PIB en el periodo 2000-2007



Fuente: Eurostat. Elaboración propia

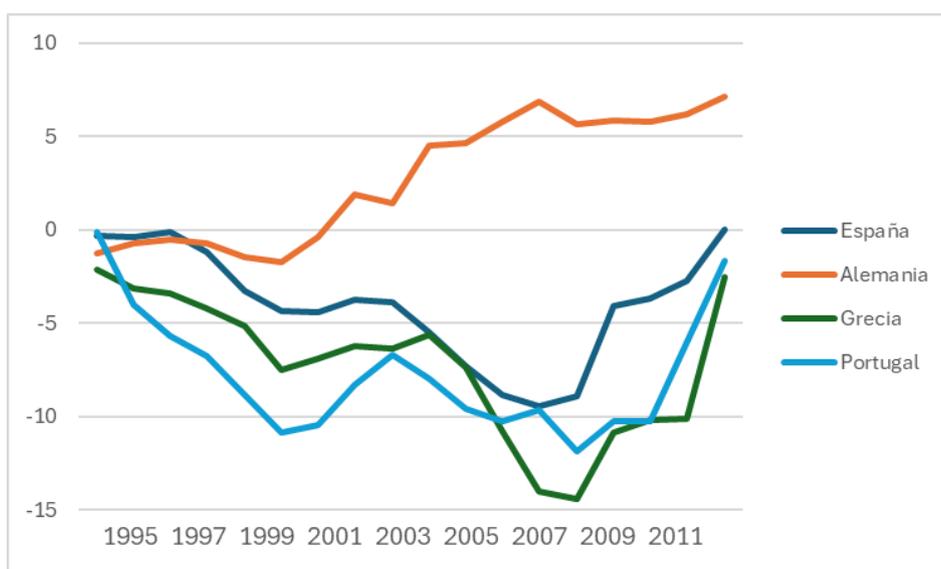
Esto permitió mantener la opinión de que se estaba produciendo un proceso de convergencia real entre las economías de la zona euro, ya que países que partían de niveles de renta per cápita más bajos como Grecia y España, se estarían beneficiando de la llegada de capitales procedentes de otras economías más ricas. Sin embargo, este crecimiento positivo se basaba en un modelo insostenible desde el punto de vista macroeconómico por la acumulación de desequilibrios que han dado lugar a la aparición de importantes diferencias de inflación, déficits y superávits crecientes por cuenta corriente y acumulación de deudas⁵⁵.

Aunque el conjunto de la Unión monetaria ha mantenido una posición próxima al equilibrio con el resto del mundo desde 1999, sus miembros han tenido posiciones muy distintas y además crecientemente divergentes. Por un lado, Alemania y otras economías más pequeñas como Holanda, Austria, Finlandia, Bélgica y Luxemburgo han registrado grandes superávits por cuenta corriente durante todo el periodo, jugando las exportaciones un papel fundamental en su estrategia de crecimiento. Por otro lado, Grecia, España y Portugal⁵⁶ presentaron déficits por cuenta corriente cada vez más elevados en relación con su PIB (gráfico 3.2).

⁵⁵ TAGUAS COEJO, D., “Cuatro bodas y un funeral”, Barcelona, Deusto, 2014.

⁵⁶ También se podría incluir a Irlanda dentro del grupo, pero tan solo registró déficits por cuenta corriente en el periodo 2005-2008.

Gráfico 3.2: Saldo por cuenta corriente respecto al % PIB nacional



Fuente: Banco Mundial. Elaboración propia

Éste fue el principal desequilibrio macroeconómico que se produjo durante los años de funcionamiento previos a la crisis, la aparición de dos bloques de países muy diferenciados, aquellos que han registrado de forma sistemática superávits por cuenta corriente y aquellos que por el contrario han presentado durante todo el periodo déficits crecientes⁵⁷.

Como anteriormente se ha explicado, la consecuencia de presentar continuamente déficits por cuenta corriente como los que registraron España, Grecia y Portugal es el deterioro de la Posición de Inversión Internacional Neta (PIIN)⁵⁸, es decir, aumentó el nivel de endeudamiento con el exterior. Algunas economías europeas han presentado fuertes entradas de capitales que han financiado una relativa dinámica inversora, ocasionando simultáneamente enormes burbujas crediticias inmobiliarias y notables déficits por cuenta corriente (Irlanda, España, Portugal o Grecia). Son las economías motoras de la última década. Mientras que, Alemania, Holanda, Bélgica, Finlandia o Austria han presentado un modelo de crecimiento basado en las exportaciones con crecimientos más modestos, cuyos superávits comerciales y el consiguiente ahorro se ha destinado a financiar las burbujas

⁵⁷ Ibidem.

⁵⁸ La Posición de Inversión Internacional Neta (PIIN) es un indicador económico que representa la diferencia entre los activos y pasivos financieros de un país frente al resto del mundo. En otras palabras, una PIIN positiva indica que un país tiene más activos en el extranjero que pasivos frente a otros países, es decir, es un acreedor neto. Una PIIN negativa indica que un país tiene más pasivos frente a otros países que activos en el extranjero, es decir, es un deudor neto.

crediticias de los primeros países. Estas últimas economías habrían actuado como vagones enganchados al crecimiento de las primeras⁵⁹.

Tabla 3.1: Posición de Inversión Internacional Neta en los países europeos (datos en millones de euros)

	2008	2009	2010	2011	2012
Alemania	629.517	802.522	870.879	844.721	1.070.375
Holanda	24.811	95.544	143.626	217.876	305.978
Bélgica	137.639	184.646	229.469	242.801	251.138
España	-863,066	-982.156	-931.473	-971.014	-976.440
Grecia	-179.182	-207.156	-218.632	-179.556	-221.161
Portugal	-165.398	-185.969	-185.221	-179.406	-192.780
Irlanda	-136.274	-149.992	-139.060	-152.620	-221.161

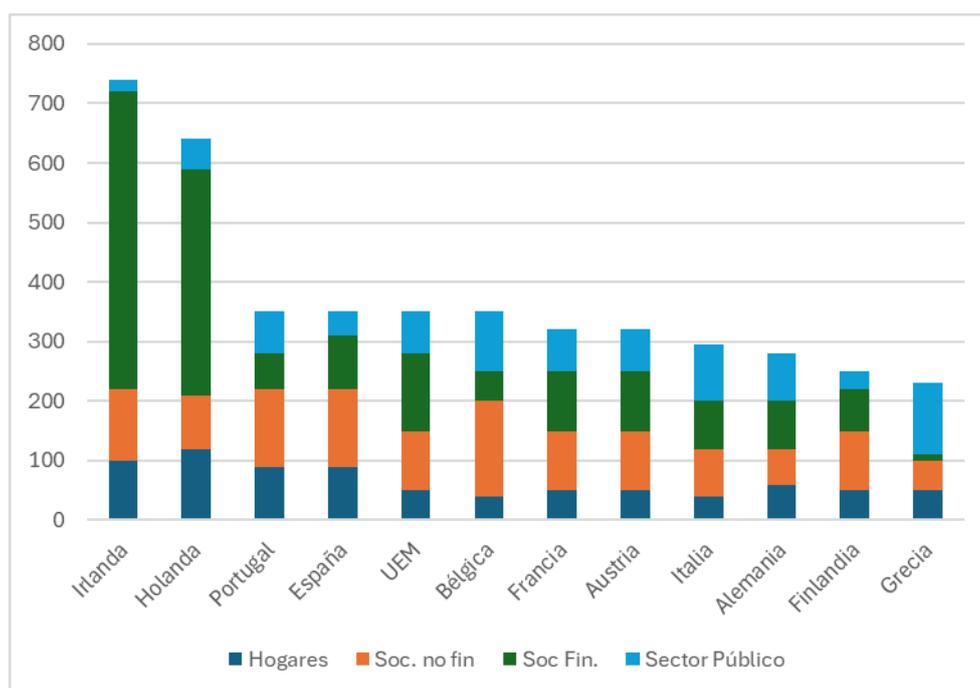
Fuente: Eurostat. Elaboración propia

Conviene recordar que las posiciones deudoras o acreedoras pueden ser mantenidas tanto por el sector privado como por el sector público. En los años precedentes a la crisis financiera la mayor parte de los aumentos en las posiciones deudoras correspondieron al comportamiento del sector privado y no tanto al sector público (Gráfico 3.3)⁶⁰.

⁵⁹ CELI, G; GINZBURG, A; GUARASCIO, D & SIMONAZZI, A., op. cit., p. 79.

⁶⁰ Los crecientes déficits por cuenta corriente en países como España o Irlanda no se debían a excesos de gasto público, pues el sector público tenía superávit y escasa deuda pública, sino que principalmente a grandes niveles de inversión productiva, aunque ésta fuera principalmente de inversión en vivienda y en construcción. Ambos países desarrollaron sus propias burbujas inmobiliarias con dinámicas similares a la estadounidense.

Gráfico 3.3: Composición sectorial de la deuda total en el año 2007



Fuente: Eurostat. Elaboración propia

El crecimiento de la deuda en la década precedente a la crisis fue superior a la media en Portugal, España, Grecia y Bélgica. Mientras que, casi no ha crecido en el sector privado de Alemania. El endeudamiento es fundamentalmente privado con la única excepción de Grecia, país en el que las deudas del sector financiero son claramente inferiores al resto.

En consecuencia, la crisis no es consecuencia de una prodigalidad del sector público generalizada. Prueba de ello es que España nunca tuvo un déficit excesivo de acuerdo con la definición del PEC. En el año 2007 presentaba un superávit fiscal y su deuda pública se situaba claramente por debajo de la media del resto de países de la zona euro (Tabla 3.2 y Tabla 3.3)⁶¹.

⁶¹ Los incumplimientos del PEC en términos de Déficit Público y de Deuda Pública son marcados en negrita.

Tabla 3.2: Déficit Público como % del PIB

País	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Eurozona	-1,5	-0,1	-1,9	-2,6	-3,1	-2,9	-2,5	-1,3	-0,7	-2,1	-6,4	-6,2	-4,2	-3,7
Bélgica	-0,6	0,0	0,4	-0,1	-0,1	-0,1	-2,5	0,4	-0,1	-1,0	-5,6	-3,8	-3,7	-3,9
Austria	-2,3	-1,7	0,0	-0,7	-1,5	-4,4	-1,7	-1,5	-0,9	-0,9	-4,1	-4,5	-2,5	-2,5
Chipre	-4,3	-2,3	-2,2	-4,4	-6,6	-4,1	-2,4	-1,2	3,5	0,9	-6,1	-5,3	-6,3	-6,3
Estonia	-3,5	-0,2	-0,1	0,3	1,7	1,6	1,6	2,5	2,4	-2,9	-2,0	0,2	1,2	-0,3
Finlandia	1,7	7,0	5,1	4,2	2,6	2,5	2,9	4,2	5,3	4,4	-2,5	-2,5	-0,8	-1,9
Francia	-1,8	-1,5	-1,5	-3,1	-4,1	-3,6	-2,9	-2,3	-2,7	-3,3	-7,5	-7,1	-5,3	-4,8
Alemania	-1,6	1,1	-3,1	-3,8	-4,2	-3,8	-3,3	-1,6	0,2	-0,1	-3,1	-4,1	-0,8	0,2
Grecia		-3,7	-4,5	-4,8	-5,6	-7,5	-5,2	-5,7	-6,5	-9,8	-15,6	-10,7	-9,5	-10,0
Irlanda	2,6	4,7	0,9	-0,4	0,4	1,4	1,7	2,9	0,1	-7,4	-13,9	-30,8	-13,4	-7,6
Italia	-1,9	-0,8	-3,1	-3,1	-3,6	-3,5	-4,4	-3,4	-1,6	-2,7	-5,5	-4,5	-3,8	-3,0
Latvia	-3,9	-2,8	-2,0	-2,3	-1,6	-1,0	-0,4	-0,5	-0,4	-4,2	-9,8	-8,1	-3,6	-1,2
Luxemburgo	3,4	6,0	6,1	2,1	0,5	-1,1	0,0	1,4	3,7	3,2	-0,8	-0,9	-0,2	-0,8
Malta	-6,9	-5,7	-6,3	-5,7	-9,0	-4,6	-2,9	-2,7	-2,3	-4,6	-3,7	-3,6	-2,8	-3,3
Países Bajos	0,4	2,0	-0,2	-2,1	-3,1	-1,7	-0,3	0,5	0,2	0,5	-5,6	-5,1	-4,5	-4,1
Portugal	-3,1	-3,3	-4,8	-3,4	-3,7	-4,0	-6,5	-4,6	-3,1	-3,6	-10,2	-9,8	-4,4	-6,4
Eslovaquia	-7,4	-12,3	-6,5	-8,2	-2,8	-2,4	-2,8	-3,2	-1,8	-2,1	-8,0	-7,7	-5,1	-4,3
Eslovenia	-3,0	-3,7	-4,0	-2,4	-2,7	-2,3	-1,5	-1,4	0,0	-1,9	-6,2	-5,9	-6,4	-4,0
España	-1,2	-0,9	-0,5	-0,2	-0,3	-0,1	1,3	2,4	1,9	-4,5	-11,2	-9,7	-9,4	-10,6

Fuente: Eurostat. Elaboración por Weber, Christoph S. “La Euro Crisis: Causas y síntomas” *Estudios fronterizos*, núm. 16(32), 2016, pp. 150 a 172.

Tabla 3.3: Deuda pública como % del PIB

País	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Eurozona	71,7	69,2	68,2	68,0	69,2	69,6	70,3	68,6	66,4	70,2	80,0	85,4	87,3	90,6
Bélgica	113,6	107,8	106,5	103,4	98,4	94,0	92,0	88,0	84,0	89,2	95,7	95,5	97,8	99,6
Austria	66,8	66,2	66,8	66,2	65,3	64,7	64,2	62,3	60,2	63,8	69,2	72,0	72,5	73,4
Chipre	59,3	59,6	61,2	65,1	69,7	70,9	69,4	64,7	58,8	48,9	58,5	61,3	71,1	85,8
Estonia	6,5	5,1	4,8	5,7	5,6	5,0	4,6	4,4	3,7	4,5	7,2	6,7	6,2	10,1
Finlandia	45,7	43,8	42,5	41,5	44,5	44,4	41,7	39,6	35,2	33,9	43,5	48,6	49,0	53,0
Francia	58,9	57,3	56,9	58,8	62,9	64,9	66,4	63,7	64,2	68,2	79,2	82,4	85,8	90,2
Alemania:	61,3	60,2	59,1	60,7	64,4	66,2	68,5	68,0	65,2	66,8	74,5	82,4	80,4	81,9
Grecia	94,0	103,4	103,7	101,7	97,4	98,6	100,0	106,1	107,4	112,9	129,7	148,3	170,3	156,9
Irlanda	47,0	35,1	35,2	32,0	30,7	29,5	27,3	24,6	25,1	44,5	64,8	92,1	106,4	117,6
Italia	113,1	108,6	108,3	105,4	104,1	103,7	105,7	106,3	103,3	106,1	116,4	119,3	120,8	127,0
Latvia	12,5	12,4	14,1	13,6	14,7	15,0	12,5	10,7	9,0	19,8	36,9	44,4	41,9	40,7
Luxemburgo	6,4	6,2	6,3	6,3	6,1	6,3	6,1	6,7	6,7	14,4	15,3	19,2	18,3	20,8
Malta	55,2	53,9	58,9	57,9	66,0	69,8	68,0	62,5	60,7	60,9	66,4	67,4	70,3	72,1
Países Bajos	61,1	53,8	50,7	50,5	52,0	52,4	51,8	47,4	45,3	58,5	60,8	63,1	65,5	71,2
Portugal	51,4	50,7	53,8	56,8	59,4	61,9	67,7	69,4	68,4	71,7	83,7	94,0	108,3	123,6
Eslovaquia	47,8	50,3	48,9	43,4	42,4	41,5	34,2	30,5	29,6	27,9	35,6	41,0	43,3	52,1
Eslovenia	24,1	26,3	26,5	27,8	27,2	27,3	26,7	26,4	23,1	22,0	35,0	38,6	46,9	54,1
España	62,4	59,4	55,6	52,6	48,8	46,3	43,2	39,7	36,3	40,2	53,9	61,5	69,3	84,2

Fuente: Eurostat. Elaboración por Weber, Christoph S. “La Euro Crisis: Causas y síntomas” *Estudios fronterizos*, núm. 16(32), 2016, pp. 150 a 172.

Durante algún tiempo el endeudamiento privado de la periferia⁶² fue el motor del crecimiento no solo de estos países sino también indirectamente de aquellos que adoptaron una estrategia basada en sus exportaciones como Alemania⁶³.

Aunque estos desequilibrios deberían haber alertado a las autoridades desde un primer momento, tanto en el diseño inicial, como en los primeros años de vida de la UEM, no se consideró que los saldos por cuenta corriente fueran una fuente de inestabilidad para las economías, presentaran déficits o superávits. Así lo atestigua la ausencia de cualquier referencia al saldo por cuenta corriente o a la evolución de la deuda externa entre los criterios exigidos para incorporarse a la Unión monetaria o en los procesos de supervisión y coordinación de las políticas económicas de cada país una vez formada⁶⁴.

Los elevados desequilibrios exteriores eran vistos por las autoridades económicas como un indicador del buen funcionamiento de la UEM, ya que posibilitaban el trasvase de recursos financieros de los países con mayor renta hacia los países con menor renta, lo que impulsaría la convergencia real. La concepción que se fue asentando, particularmente en los principales bancos centrales, es que si un déficit por cuenta corriente era financiado por el mercado, ello obedecía a que existía un potencial de crecimiento que justificaba el recurso a los capitales exteriores. La integración financiera internacional y los grandes flujos de capitales asociados permitían desbloquear el potencial de crecimiento de muchos países que podrían ahora beneficiarse de tipos de interés bajos y abundante financiación⁶⁵. Así, los países con menor renta de la Unión Europea podían converger con los países ricos gracias a la importación de capitales. El capital podía fluir de donde era más abundante a donde era más escaso y elevar la producción de las áreas más pobres. En aquel momento, se pensaba que los desequilibrios externos eran en realidad, el resultado del comportamiento optimizador de los agentes económicos privados en sus decisiones individuales de ahorro e inversión⁶⁶.

En términos de inflación, los precios crecieron en el conjunto de la zona euro un 19% entre 2000 y 2007 mientras que en Irlanda lo hicieron un 32% en Grecia un 30% en España un

⁶² En la literatura económica se utiliza el término de economías periféricas para referirse al conjunto de las economías de España, Grecia, Portugal e Irlanda.

⁶³ ÁVAREZ, J; LUENGO, F & UXÓ, J., op. cit., p. 87.

⁶⁴ MARTÍNEZ, ROLLAND, M., "Desequilibrios económicos externos en la zona euro y el futuro de la unión monetaria", *La Unión Europea: de la crisis a la unión federal* de Miguel Martínez Cuadrado (dir.), Escolar y Mayo Editores, Madrid, 2016, pp.147 a 169.

⁶⁵ La política de tipos de interés muy bajos tuvo una incidencia asimétrica, impulsó con más fuerza a los países con menor renta relativa porque tradicionalmente habían experimentado tipos de interés más elevados y su demanda de crédito fue mucho mayor que la de otros países.

⁶⁶ *Ibidem*.

29% y en Portugal un 27%, pero en Alemania solo un 14%⁶⁷. Aparentemente, esto es lo que cabría esperar de acuerdo con el mecanismo de ajuste a través de los precios. Los países con menor crecimiento estarían registrando tasas de inflación relativamente más bajas lo que les permitiría recuperar un mayor dinamismo a través de las ganancias de competitividad frente al resto.

Sin embargo, la realidad fue distinta, para explicar la causa es necesario detenerse en el análisis de la economía alemana. Durante la década anterior a la Gran Recesión a Alemania se le denominaba “*el enfermo de Europa*” porque registró un prolongado periodo de estancamiento (en el gráfico 3.1 ya se observó que su crecimiento anual fue uno de los más bajos de Europa). Este bajo crecimiento provocó incluso que precisamente Alemania tuviera un déficit público superior al 3% entre 2005 y 2008 (Tabla 3.2).

El factor fundamental que explica esta debilidad es precisamente la política de contención salarial llevada a cabo por Gerhard Schröder⁶⁸ mediante las reformas del *Plan Hartz* que propiciaron que los sindicatos no fueran grandes movimientos antiempresariales ni extensiones muy ideologizadas, sino que funcionaban como pequeños entes de representación de los trabajadores a nivel local o incluso a nivel de la propia empresa⁶⁹. Los sindicatos alemanes están caracterizados por tener una mayor fluidez y adaptabilidad que en el resto de los países. La principal ventaja obtenida es que pueden llegar a acuerdos con mayor facilidad, permitiendo que las negociaciones se amolden a la realidad de cada industria o empresa⁷⁰.

El resultado fue una contención en el crecimiento de los salarios, que lo hicieron a un ritmo menor que la productividad real por trabajador⁷¹ (Gráfico 3.4). El bajo crecimiento salarial tiene un efecto neomercantilista⁷² en la economía, que consiste en que las exportaciones netas tengan una contribución positiva al crecimiento⁷³.

⁶⁷ Fuente: AMECO

⁶⁸ Canciller de la República Federal de Alemania en el periodo 1998-2005

⁶⁹ Es especialmente relevante la Ley de Cogestión (Mitbestimmungsgesetz) aprobada en 1976 que otorga a los empleados el derecho a estar representados en el consejo de administración (Aufsichtsrat) de las empresas.

⁷⁰ Por ejemplo el salario mínimo varía en función del sector y de la región.

⁷¹ La productividad real es el cociente entre el PIB real y el empleo, es decir cuantifica la cantidad de bienes y servicios producidos por un trabajador en términos de unidades monetarias ajustadas por inflación. Si el salario nominal crece por debajo de la productividad real quiere decir que la participación de los salarios en la renta nacional es menor y un aumento en consecuencia en la remuneración del factor capital que puede manifestarse en múltiples formas como los beneficios empresariales.

⁷² El mercantilismo fue una teoría económica prevalente en Europa desde el siglo XVI hasta el XVIII, que enfatizaba la acumulación de riqueza nacional a través del control del comercio y la expansión de la producción interna.

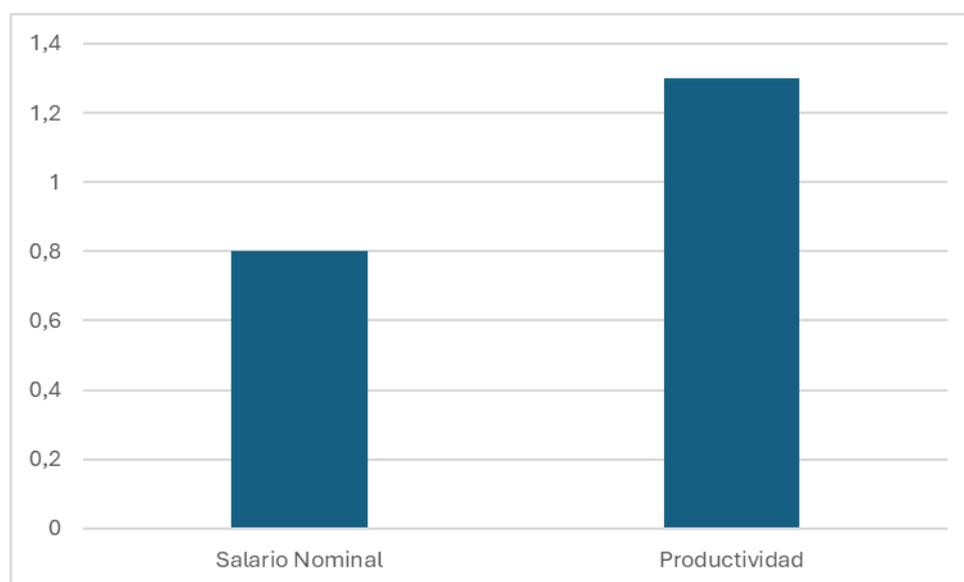
⁷³ ÁVAREZ, J; LUENGO, F & UXÓ, J., op. cit., p. 89

Como anteriormente se ha mencionado, los países en crecimiento deberían experimentar una inflación sostenida en el tiempo que haga disminuir sus exportaciones, perdiendo una parte de su demanda que llevaría a reducir su tasa de crecimiento con el paso del tiempo. Sin embargo, este último resultado no llegó a producirse.

La explicación de los continuados desequilibrios por cuenta corriente en los años precedentes a la crisis pone el acento en la evolución divergente de los Costes Laborales Unitarios (CLU)⁷⁴ en el seno de la zona euro (Gráfico 3.5). Los CLU crecieron de forma excesiva en las economías periféricas respecto a las economías del centro, impidiendo así el ajuste competitividad-precio que hubiera permitido modificar su posición deficitaria a superavitaria. Si los salarios de las economías del centro hubieran aumentado en mayor medida que los de las economías periféricas, como habría cabido esperar cuando se acumulan posiciones acreedoras (exportadoras) de forma continuada, se hubieran incentivado las importaciones a los países periféricos y desincentivado las exportaciones de los del centro.

Sin embargo, no se logró en ningún momento este cambio de roles y así fue como las economías periféricas tuvieron un crecimiento insostenible basado en el endeudamiento.

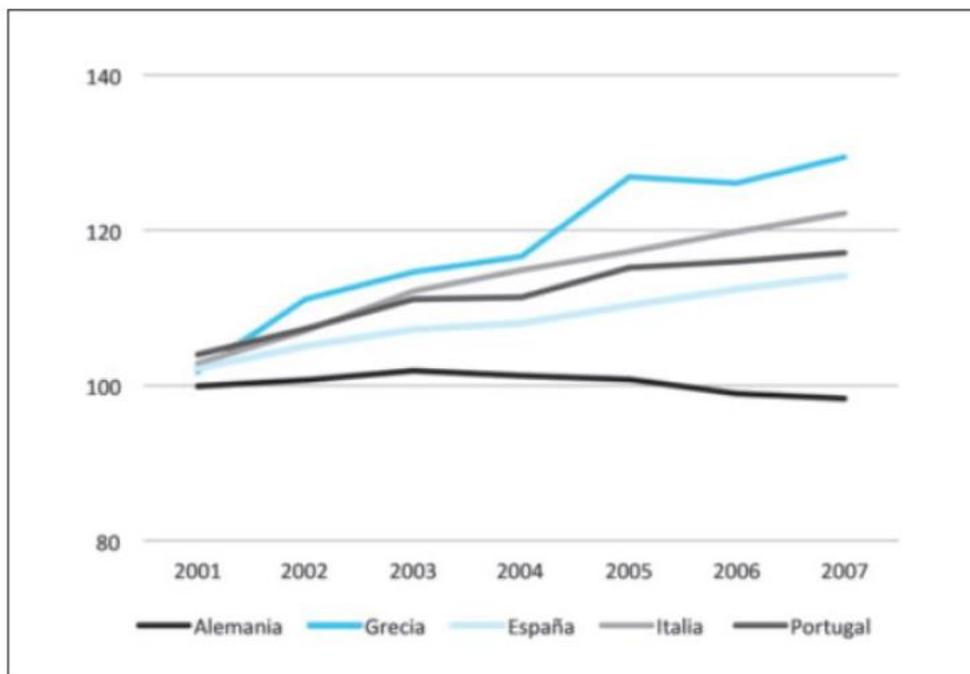
Gráfico 3.4: Crecimiento % de los salarios y la productividad en Alemania en el periodo 2001-2007



Fuente: AMECO. Elaboración propia

⁷⁴ Se trata de una medida económica que cuantifica el coste del factor trabajo asociado a la producción de una unidad de output (ya sea un bien o servicio). Es una forma de evaluar la eficiencia del trabajo y el impacto de los costes laborales en la competitividad y la rentabilidad de una empresa o economía. Tienen una relación directa con la evolución de los precios, puesto que el empresario ante aumentos de los costes laborales deberá aumentar los precios si quiere mantener el mismo margen de beneficio.

Gráfico 3.5: Costes laborales unitarios nominales en Alemania, España, Grecia, Italia y Portugal en el periodo 2000-2007. (2000=100)



Fuente: AMECO. Elaboración por LUENGO, F., “Modelo alemán: represión salarial y competitividad”. *Papeles de Relaciones Ecosociales y Cambio Global*, 142, 2018, pp. 109 a 115.

Los desequilibrios externos son concebidos como un reflejo de la divergencia en competitividad que es, a su vez, explicada a partir de la diversa evolución de los costes laborales unitarios. En ausencia de Unión Monetaria, las economías ante sucesivos desequilibrios habrían acudido a las devaluaciones cambiarias para recuperar la competitividad perdida, de esta forma habrían impulsado de nuevo sus exportaciones a costa de devaluar su divisa. Como en la UEM se cede la política cambiaria, la única vía para recuperar el equilibrio es la devaluación interna, entendida ésta, como una reducción de los costes laborales unitarios. Los salarios son considerados de este modo la principal variable de ajuste de los equilibrios macroeconómicos⁷⁵.

El deseo de crear áreas de estabilidad cambiaria (o una Unión Monetaria) está muy relacionado con el interés en evitar las devaluaciones competitivas y las políticas de empobrecimiento del vecino, sin embargo al final la Unión Monetaria podría caracterizarse por este tipo de prácticas, pero por la vía del deterioro de los salarios⁷⁶.

⁷⁵ Ibidem.

⁷⁶ Cuando se instaura el sistema monetario internacional de Bretton Woods se evitó un sistema de tipos de cambio plenamente flotantes por la experiencia vivida en los años 30 cuando cada Estado trataba de ganar competitividad frente al resto de economías por medio de la devaluación, de forma que se emprendió una carrera hacia lo más hondo empobreciendo al conjunto de los países.

4. DE LA CRISIS FINANCIERA A LA CRISIS DE LA DEUDA SOBERANA: EL INICIO DEL REDISEÑO INSTITUCIONAL

El hecho de que el factor que desencadenó la crisis se localizara en el sistema financiero de Estados Unidos dio lugar a la idea equivocada de que los problemas de falta de crecimiento y aumento del desempleo que estaban experimentando las economías europeas tenían su origen en Estados Unidos, sufriendo después Europa los efectos del contagio. Europa interpretó los primeros signos de debilidad como un reflejo de una crisis externa que tendría solo efectos pasajeros sin necesidad de adoptar medidas extraordinarias de estímulo.

Los problemas que se iniciaron en los mercados financieros se trasladaron rápidamente a la economía real a través del fenómeno conocido como *Credit Crunch*, es decir, se interrumpe el crédito que familias y empresas necesitan para mantener su nivel de gasto, se traduce en la reducción de la renta y a su vez en la caída de los ingresos que provoca un aumento de los impagos, agravando así la situación de las instituciones financieras⁷⁷.

Desde el inicio de la crisis en 2008 hasta mayo de 2010 los esfuerzos de la Unión Europea en materia de estabilización económica se centraron en afrontar los efectos de la crisis financiera sobre la economía real de forma coordinada, tratando de evitar que la respuesta a la crisis por parte de los Estados miembros supusiese un incremento del proteccionismo, que distorsionaría la competencia y agravaría la situación general.

En aquel momento, la falta de visión de las instancias comunitarias sobre la gravedad y consecuencias de la crisis, a pesar de la rapidez con que sus efectos se habían trasladado a la economía real, derivó en una respuesta limitada al saneamiento del sector financiero⁷⁸ (que provocó el trasvase de un problema de exceso de deuda privada a un problema de deuda pública) y al impulso de una política coordinada⁷⁹ de expansión de la demanda, tanto fiscal⁸⁰

⁷⁷ CALVO VÉRGEZ, J., *La crisis de la deuda soberana en la eurozona (2010-2015)*, Dykinson, Madrid, 2017.

⁷⁸ Para evitar quiebras y garantizar la estabilidad del sistema financiero los gobiernos facilitaron ayudas a la banca. Estas ayudas tomaron diversas formas según los países: Inyecciones de capital, nacionalizaciones, compras masivas de activos tóxicos o avales.

⁷⁹ Las políticas expansivas fueron promovidas por la mayoría de la Comunidad Internacional: Algunos ejemplos son la declaración del G20 de Washington en noviembre de 2008 o la aprobación del Plan Europeo de Recuperación Económica (PERE) por el Consejo Europeo.

⁸⁰ Aplicando así fundamentos del Keynesianismo. Según Keynes, en tiempos de recesión, el gasto público es crucial para estimular la demanda agregada, sostiene que el gobierno debe aumentar su gasto en infraestructura, servicios públicos y otros proyectos para crear empleo y aumentar la renta. Esto, a su vez, debería llevar a un incremento en el consumo y la inversión privada.

como monetaria⁸¹, en un contexto de máxima restricción crediticia y de parón del consumo y la inversión privada.

Todo ello, unido a la actuación de los estabilizadores automáticos⁸² provocó el empeoramiento de los saldos presupuestarios y de la acumulación de la deuda pública del conjunto de la Eurozona y de forma más acusada de las economías periféricas (tabla 2.3). Durante años, los bancos invirtieron en deuda soberana de la zona euro con la confianza de que el riesgo de impago era muy bajo. Sin embargo, esta creencia comenzó a ser cuestionada por los inversores, creando un ciclo perjudicial entre los bancos y los gobiernos. Los problemas de insolvencia y liquidez en los bancos deterioraban las finanzas públicas debido a los rescates necesarios, mientras que las dificultades fiscales de los Estados afectaban negativamente a los bancos que tenían en su poder esa deuda soberana⁸³.

Los tipos de los bonos del Estado a 10 años de los países de la UEM convergieron y se mantuvieron prácticamente iguales entre 2000 y 2007⁸⁴. El detonante de la crisis fue la desconfianza generada a finales de 2009 en torno a las cifras relativas a las finanzas públicas griegas. El gobierno griego negó en repetidas ocasiones que el déficit público estuviese creciendo de forma significativamente más rápida de lo que era el caso en los restantes países de la Eurozona. Tras la victoria electoral de Papandreu, el gobierno notificó que el déficit de 2008 no había sido del 5% sino del 7,7%. Y lo que era aún mucho peor, que el déficit previsto para 2009 superaría el 12%⁸⁵. Se destapó que Grecia había estado manipulando sus cuentas públicas durante los años precedentes, la situación económica del país era mucho peor de lo que se pensaba inicialmente⁸⁶.

Los inversores fueron conscientes de que compartir una moneda única no significa necesariamente que los gobiernos y los bancos griegos italianos y alemanes operen con el mismo grado de prudencia. Hasta entonces todos los países europeos pagaban los mismos

⁸¹ El Banco Central Europeo (BCE) redujo el tipo de interés principal de refinanciación del 4.25% en 2008 hasta el 0% en 2013.

⁸² Cuando se produce una caída en el nivel de actividad especialmente la magnitud tan fuerte como la de esos años tiene lugar una fuerte contracción de los ingresos fiscales y un aumento automático de los gastos públicos relacionados con el desempleo.

⁸³ ÁVAREZ, J; LUENGO, F & UXÓ, J., op. cit., p. 198.

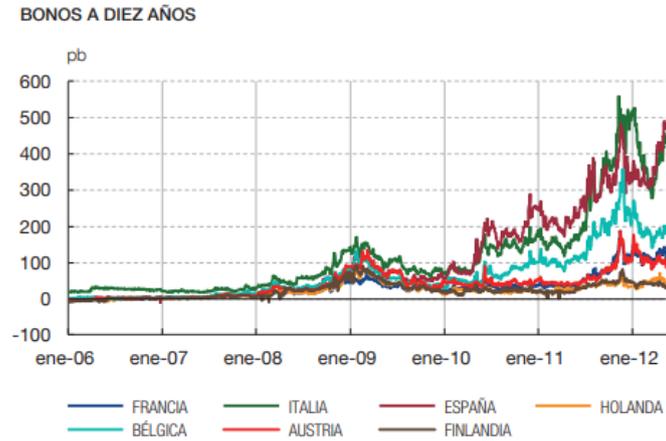
⁸⁴ El mercado de deuda no resultó ser un indicador adecuado de la evolución de las diferentes economías del área; de hecho, más bien fue un mal indicador ya que, ante su falta de discriminación, los países con desequilibrios carecieron de incentivos suficientes para corregirlos.

⁸⁵ Como se puede ver en el gráfico 3.3 el caso de Grecia se trata de un exceso de endeudamiento público marcado por el alto gasto en Defensa, la corrupción y la evasión de impuestos.

⁸⁶ HEWITT, G., *The lost continent*, Alianza editorial, Madrid, 2010.

intereses por endeudarse en el mercado financiero (en consecuencia, las diferencias con los bonos alemanes se mantenían próximas a 0, tal y como se puede observar en el gráfico 4.1).

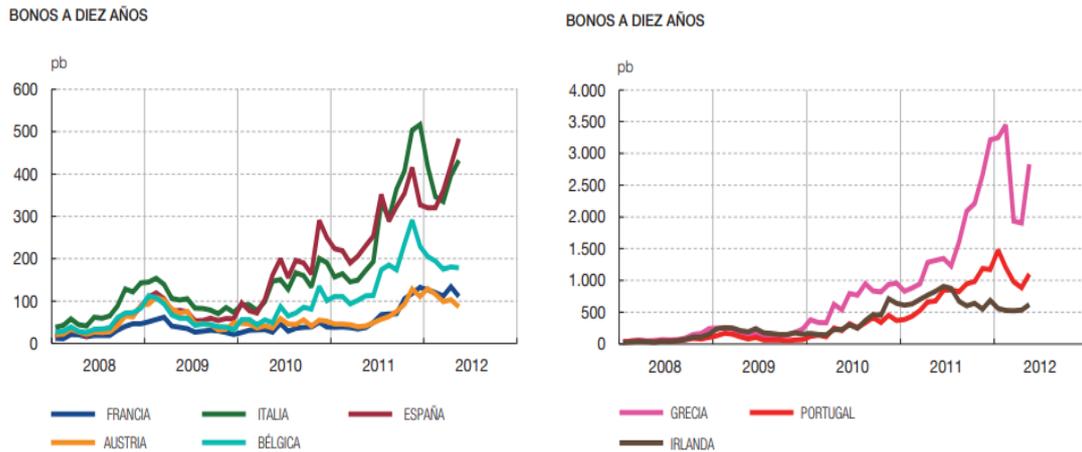
Gráfico 4.1 Diferenciales soberanos frente a Alemania antes del anuncio griego



Fuente: Banco Central Europeo. Elaboración Banco de España

El anuncio disparó la prima de riesgo de la deuda griega, el gobierno debía hacer frente a altos tipos de interés que crecían inexorablemente para colocar su deuda en el mercado, ello unido a la recesión del momento llevaron al país al borde de la quiebra (gráfico 4.2)⁸⁷

Gráfico 4.2: Diferenciales soberanos frente a Alemania después del anuncio griego



Fuente: Banco Central Europeo. Elaboración Banco de España.

⁸⁷ CAMARERO, M. & TAMARIT, C., “El SEBC y la política monetaria única”, *Economía de la Unión Europea* de Mariam Camarero y Cecilio Tamarit (Coords.), Aranzadi, Pamplona, 2023.

La reforma institucional que llevó a cabo la Unión Europea para corregir los errores que generaron la crisis fruto de los desequilibrios permitidos, se apoyó en dos pilares: La gobernanza económica y la asistencia financiera. No puede perderse de vista que ambos pilares van de la mano. Los avances en el pilar de la asistencia fueron acompañados de desarrollos proporcionales en el capítulo de la gobernanza. Paralelamente, se debe subrayar que el Banco Central Europeo jugó un papel fundamental y decisivo en la crisis de la deuda pública a través de determinadas medidas de intervención que calmaron providencialmente la presión de los mercados sobre algunas economías del euro⁸⁸.

⁸⁸ GARCÍA, P & GORDO, E., “Los mecanismos de supervisión presupuestaria de la UEM”, *Boletín económico-Banco de España*, núm 3, 2016, pp. 47 a 60.

5. EL RESCATE FINANCIERO A GRECIA

Desde finales de 2009 hasta mayo de 2010, imperó la idea de que desde el punto de vista jurídico el Estado griego tendría que adoptar recortes trascendentales⁸⁹ y entenderse con sus acreedores financieros y llegar a acuerdos con todos ellos. El gobierno alemán insistió una y otra vez en los límites que a su juicio imponían los artículos 123⁹⁰ que prohibía la monetización de la deuda pública⁹¹ y 125⁹² del TFUE (conocida como *Clause no Bail-out*) que establece que la Unión Europea y los Estados miembros no asumirán ni serán responsables de los compromisos financieros de otros Estados miembros⁹³. Desde el punto de vista moral, Alemania sostenía que la mera existencia de un mecanismo de lucha contra las crisis creaba el riesgo de que los políticos recurrieran a él en lugar de afrontar decisiones difíciles en sus países⁹⁴.

Con el paso del tiempo la situación comenzaba a ser insostenible, la Unión Europea y Grecia se encontraban ante un escenario con tres alternativas distintas. En primer lugar, Grecia podía efectivamente declararse en quiebra y suspender el pago de su deuda pública, no obstante, las consecuencias que la bancarrota supondría ya no solo para el deudor, sino para sus acreedores (indirectamente entidades financieras alemanas, francesas, holandesas o italianos)⁹⁵ llevó al cambio en la postura alemana. En segundo lugar, Grecia podría haber optado por salir del euro recuperar su moneda nacional y haber monetizado su deuda pública

⁸⁹ Se debe recordar que Grecia, al igual que cualquier otro Estado miembro no disponía ni de la política monetaria ni del tipo de cambio para corregir el desequilibrio.

⁹⁰ “Queda prohibida la autorización de descubiertos o la concesión de cualquier otro tipo de créditos por el Banco Central Europeo y por los bancos centrales de los Estados miembros, en favor de instituciones, órganos u organismos de la Unión, Gobiernos centrales, autoridades regionales o locales u otras autoridades públicas, organismos de Derecho público o empresas públicas de los Estados miembros, así como la adquisición directa a los mismos de instrumentos de deuda por el Banco Central Europeo o los bancos centrales nacionales”.

⁹¹ Es el proceso por el que un gobierno financia su gasto emitiendo deuda que es comprada directamente por el banco central. Esto aumenta la cantidad de dinero en circulación y puede llevar a inflación. Es una forma de financiar el déficit fiscal sin recurrir a los mercados financieros.

⁹² “La Unión no asumirá ni responderá de los compromisos de los Gobiernos centrales, autoridades regionales o locales u otras autoridades públicas, organismos de Derecho público o empresas públicas de los Estados miembros, sin perjuicio de las garantías financieras mutuas para la realización conjunta de proyectos específicos. Los Estados miembros no asumirán ni responderán de los compromisos de los Gobiernos centrales, autoridades regionales o locales u otras autoridades públicas, organismos de Derecho público o empresas públicas de otro Estado miembro, sin perjuicio de las garantías financieras mutuas para la realización conjunta de proyectos específicos”.

⁹³ Su objetivo es evitar que los países con problemas financieros dependan del rescate de otros miembros de la UE, promoviendo así la disciplina fiscal y la responsabilidad financiera individual de cada Estado miembro.

⁹⁴ DELGADO-IRIBARREN GARCÍA-CAMPERO, M., “Reflexiones sobre el impacto de la crisis financiera y económica en el proceso de integración”, *La Unión Europea: de la crisis a la unión federal* de Miguel Martínez Cuadrado (dir.), Escolar y Mayo Editores, Madrid, 2016, pp. 169 a 181.

⁹⁵ El pánico bancario que hubiera causado, además del caudal necesario para recapitalizar entidades importantes hubiese supuesto un efecto dominó que podría haber acabado con el propio euro.

a costa de crear una inflación galopante. El problema es que esta decisión hubiera supuesto una salida masiva de capitales previo a la adopción de la moneda nacional provocando una crisis financiera todavía más grande⁹⁶. Además, la salida del Euro no solamente perjudicaría a Grecia, la caída podría haber provocado un efecto en cadena que acabase por arrastrar al resto de países con ella, generando una desconfianza que supusiera una depreciación de la moneda. Descartadas las dos primeras opciones, la única vía posible era una asistencia financiera que permitiera regar con liquidez a Grecia en condiciones más favorables de las que ofrecía el mercado⁹⁷.

Dada la existencia de la cláusula no Bail-out que en principio prohibía los rescates financieros, no existía ningún mecanismo de rescate comunitario y hubo que improvisarlos dada la urgencia económica del momento. Esos mecanismos consistieron inicialmente en préstamos bilaterales mancomunados de los Estados de la Eurozona combinados con ayudas del FMI en el marco intergubernamental.

El primer rescate financiero a Grecia fue acordado el 2 de mayo de 2010. La ayuda alcanzó los 110.000 millones⁹⁸, el equivalente a algo más de un tercio de la deuda pendiente que tenía el país heleno. El rescate a Grecia se compuso de dos elementos típicos en los préstamos internacionales: un acuerdo entre acreedores que sirve de marco a otro acuerdo con las condiciones de préstamos (Acuerdo de Servicios de Préstamos). El primer instrumento fue adoptado por 15 Estados miembros de la UE pertenecientes a la zona euro que actuaban como acreedores, en él se establecían unos préstamos bilaterales mancomunados que se regirían por el Acuerdo de Servicio de Préstamo⁹⁹ (el segundo instrumento) celebrado por esos mismos 14 Estados prestamistas junto a KFW¹⁰⁰, actuando en interés público, con sujeción a las instrucciones y acogiendo a la garantía de Alemania. Lógicamente, Grecia era el Estado prestatario y el Banco de Grecia actuaba como su agente¹⁰¹.

⁹⁶ Ante el riesgo de que el Estado griego bloqueara los depósitos denominados en euros para convertirlos a la divisa nacional, los ahorradores hubieran abandonado los bancos griegos. De hecho, durante el peor momento de la crisis se temió que el gobierno griego efectivamente la llevara a cabo y los depositantes griegos retiraron sus depósitos creando los conocidos corralitos.

⁹⁷ JOSÉ MENÉNDEZ, A., *De la crisis económica a la crisis constitucional de la Unión Europea*, Eolas Ediciones, León, 2012.

⁹⁸ 80.000 millones fueron aportados por los países de la Eurozona, proporcionalmente a su participación en el capital del BCE y 30.000 millones aportados por el FMI.

⁹⁹ El Acuerdo de Servicio de Préstamo sufrió tres enmiendas, el 14 de junio de 2011 para ajustar los tipos de interés de los préstamos y para retrasar los vencimientos de estos, el 27 de febrero de 2012 para efectuar una nueva prórroga de quince años en esos vencimientos y el 19 de diciembre de 2012 para retocar, una vez más, los tipos de interés impuestos a Grecia así como prorrogar los vencimientos.

¹⁰⁰ KFW (Kreditanstalt für Wiederaufbau) es un banco de desarrollo estatal alemán

¹⁰¹ PASTOR PALOMAR, A., "El derecho internacional en los mecanismos de rescate de la zona euro", *Gobernanza y reforma internacional tras la crisis financiera y económica: el papel de la Unión Europea* de Francisco Aldecoa

Ambos acuerdos son tratados internacionales regidos por la Convención de Viena de 1969 sobre el Derecho de los tratados a pesar de sus peculiaridades que no implican la modificación de su caracterización como tratados internacionales. En primer lugar, los Acuerdos y las obligaciones no contractuales derivadas del mismo se regirán de conformidad con el derecho inglés¹⁰². No obstante, el derecho inglés no rige las Confirmaciones de Compromiso de los Estados parte para la entrada en vigor de los Acuerdos sino que se someten al cumplimiento de los trámites que exige cada legislación nacional (es decir, la autorización parlamentaria)¹⁰³. En segundo lugar, cualquier controversia que surja deberá resolverse forma amistosa, en caso de que fuese imposible la jurisdicción se atribuye al TJUE¹⁰⁴ conforme al Art .273 del TFUE que le permite pronunciarse sobre cualquier controversia entre Estados miembros relacionada con el objeto de los Tratados, si dicha controversia le es sometida en virtud de un compromiso. En tercer lugar, una de las partes es KfW que no es un sujeto de Derecho internacional aunque actúa como prestamista en nombre de Alemania¹⁰⁵. En cuarto lugar, la Comisión Europea tiene encomendada la tarea de coordinar y gestionar los fondos bilaterales mancomunados en virtud de lo estipulado en el Acuerdo¹⁰⁶.

Grecia se comprometió a unas estrictas condiciones materializadas en el *Memorandum of Understanding* (MoU) que implicaban el desarrollo de un duro programa de austeridad¹⁰⁷, firmado por la Comisión Europea en nombre de los prestamistas, por Grecia y el Banco de Grecia. En la práctica española, este tipo de acuerdos jurídicos ejecutivos de tratados o de resoluciones obligatorias de las instituciones de ciertas organizaciones internacionales se

Luzárraga, Carlos R. Fernández Liesa y Montserrat Abad Castelos (dirs.), Mercedes Guinea Llorente y Jorge Tuñón Navarro (coords.), Marcial Pons, Madrid, 2014, pp. 285 a 309.

¹⁰² Estipulado en el artículo 14 de ambos acuerdos bajo la rúbrica: LEGISLACIÓN APLICABLE Y JURISDICCIÓN.

¹⁰³ Artículo 2.4 del Acuerdo entre Acreedores.

¹⁰⁴ Estipulado en el artículo 14 de ambos acuerdos bajo la rúbrica: LEGISLACIÓN APLICABLE Y JURISDICCIÓN.

¹⁰⁵ El Art 1.3 del Acuerdo entre Acreedores establece que Alemania designará a KfW como Prestamista en nombre de Alemania a los efectos del Acuerdo de Servicio de Préstamo. No obstante dicha delegación, Alemania seguirá siendo plenamente responsable del cumplimiento de sus obligaciones.

¹⁰⁶ Según el punto 3 del preámbulo del Acuerdo entre Acreedores.

¹⁰⁷ El salario mínimo de los jóvenes se redujo de 740 a 592€, se aprobó un ‘impuesto solidario’ de entre un 1% y un 4% aplicable a las rentas más altas, se propuso fusionar colegios, comisarías y hospitales para hacer más eficiente el sistema de servicios públicos. Por otro lado determinados sectores económicos sufrieron aumentos de impuestos, iniciándose desregularizaciones en los que estaban más protegidos. Se llevaron a cabo privatizaciones como la venta del Monopolio de Loterías y Apuestas del Estado, la empresa de gestión de agua de Salónica (segunda ciudad del país) y las empresas que realizan el mantenimiento de los puertos de Pireo y Salónica. Por primera vez en tres décadas se acordó recortar el gasto militar, el más alto porcentualmente de los países europeos de la OTAN con cerca del 4% del PIB.

denominan acuerdos internacionales administrativos¹⁰⁸. La supervisión de la disciplina presupuestaria correría a cargo de la denominada *Troika*¹⁰⁹.

De este modo, se aplicaba en buena medida el modelo tradicional del FMI. El complejo marco jurídico se escribía en fuentes de derecho propias del Fondo Monetario Internacional, es decir, por medio del Memorándum de Entendimiento y cartas de intenciones (los acuerdos). Sujeto, además, a la supervisión y vigilancia del propio FMI, en forma de inspecciones trimestrales que condicionaban la entrega de los correspondientes tramos en los que se dividía la ayuda.

La asistencia financiera era intergubernamental, es decir no hubo participación directa de la Unión Europea sino tan solo indirecta de la comisión y del BCE y por lo tanto, se eludía la prohibición de la asistencia financiera a un Estado miembro por parte de la Unión (Art. 125 TFUE)¹¹⁰.

¹⁰⁸ PASTOR PALOMAR, A., “*El derecho internacional en los mecanismos de rescate de la zona euro*”, op. Cit., p- 297.

¹⁰⁹ Conformada por la Comisión Europea, el BCE y el FMI.

¹¹⁰ *Ibidem*.

6. EL MECANISMO EUROPEO DE ESTABILIZACIÓN FINANCIERA

Debido a la persistente presión de los mercados, los países de la eurozona tomaron una medida adicional durante la reunión del Consejo Ecofin el 10 de mayo de 2010 al crear el Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera (MEEF). Este mecanismo fue dotado con 500.000 millones de euros, a los que se sumaron 250.000 millones de euros comprometidos por el FMI para asistir a los países de la zona euro con dificultades de financiación. El MEEF se configuró con dos componentes principales.

Un elemento comunitario: El Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera, regulado en el Reglamento n° 407/2010, de un capital de 60.000 millones. Su base jurídica fue el artículo 122.2 TFUE¹¹¹, interpretado de manera bastante forzada por el Consejo, al entender, que tales dificultades de los países de la zona euro con su deuda podían estar causadas por un deterioro grave del contexto económico y financiero internacional que provocase las posiciones de déficit y de deuda de los Estados miembros y que constituyera una seria amenaza para la estabilidad financiera de la UE en su conjunto. No obstante, el tenor literal del Art 122.2 TFUE hace más bien referencia a las catástrofes naturales como supuesto habilitador paradigmático de este tipo de asistencia financiera.

Un elemento internacional: La Facilidad Europea de Estabilidad Financiera (FEEF), que se articuló como una entidad instrumental de titulización de activos, establecida por acuerdo entre los Estados miembros de la zona euro y con capacidad para garantizar a prorrata préstamos por importe de hasta 440.000 millones de euros. Varios Estados se opusieron a la propuesta de la Comisión de establecer sólo el mecanismo del Reglamento n° 407/2010 y obligaron a la creación de la FEEF, para gestionar los rescates financieros de Estados con dificultades, poniendo a disposición de ésta la gestión de la mayoría de los fondos con objeto de garantizarse un mayor control.

Ambos instrumentos permitían la concesión de asistencia financiera en forma de un préstamo o de una línea de crédito concedida al Estado miembro con graves dificultades financieras, pero condicionado a la aplicación por éste de un programa de ajuste económico

¹¹¹ “En caso de dificultades o en caso de serio riesgo de dificultades graves en un Estado miembro, ocasionadas por catástrofes naturales o acontecimientos excepcionales que dicho Estado no pudiese controlar, el Consejo, a propuesta de la Comisión, podrá acordar, en determinadas condiciones, una ayuda financiera de la Unión al Estado miembro en cuestión. El presidente del Consejo informará al Parlamento Europeo acerca de la decisión tomada”.

y financiero, que debía describir las diferentes medidas orientadas a restablecer la estabilidad financiera¹¹².

No obstante, en el caso del MEEF se aplicaba un procedimiento comunitario, con solicitud ante la Comisión y decisión del Consejo, mientras que en la FEEF el procedimiento estaba controlado por los Estados accionistas¹¹³. La diferencia principal entre ambos reside en el origen de su financiación, pues mientras que en el MEEF los fondos se obtienen de los mercados por parte de la comisión con el aval del presupuesto comunitario, el FEEF es una sociedad anónima con sede en Luxemburgo participada en su capital por los países de la eurozona que se financian a través de emisiones de bonos con garantías de los Estados miembros (*Special Purpose Vehicle*). Por ello, la responsabilidad de los Estados en el MEEF es solidaria puesto que en última instancia responde el presupuesto comunitario, mientras que en la FEEF la responsabilidad de los Estados se limita a la cuota con la que participan en la FEEF¹¹⁴.

El MEEF permite la concesión de una ayuda financiera de la Unión a un Estado miembro, sea o no de la zona euro, que esté en dificultades o en serio riesgo de dificultades graves, ocasionadas por acontecimientos excepcionales que dicho Estado no pudiese controlar¹¹⁵. El propio reglamento prevé la activación del mecanismo en el contexto de un apoyo conjunto UE/Fondo Monetario Internacional (FMI)¹¹⁶. La ayuda financiera de la Unión podrá revestir la forma de un préstamo o de una línea de crédito concedida al Estado miembro, a tal efecto la Comisión podrá contraer empréstitos en el mercado financiero para prestarlo a su vez a los Estados miembros afectados¹¹⁷. La ayuda se presta tras una decisión del Consejo¹¹⁸, por mayoría cualificada y a propuesta de la Comisión.

La Comisión Europea y el Estado miembro beneficiario celebrarán un MoU¹¹⁹ en el que se detallarán las condiciones generales de política económica establecidas por el Consejo en

¹¹² LÓPEZ ESCUDERO, M., “La nueva gobernanza económica de la Unión Europea: ¿Una auténtica unión económica en formación?, *Revista de Derecho Comunitario Europeo*, núm. 50, 2015, pp. 361 a 433.

¹¹³ En la práctica, se produjo una clara deriva hacia el intergubernamentalismo, porque se asoció también al FMI en la elaboración de los programas de ajuste y en la vigilancia de su aplicación.

¹¹⁴ *Ibidem*.

¹¹⁵ Punto 1 del preámbulo del Reglamento nº 407/2010. A Continuación se toma como ejemplo que tales dificultades pueden estar causadas por un deterioro grave del contexto económico y financiero internacional.

¹¹⁶ Punto 5 del preámbulo del Reglamento nº 407/2010.

¹¹⁷ Art 2.1 del Reglamento nº 407/2010.

¹¹⁸ La ayuda financiera a Irlanda fue la Decisión de Ejecución del Consejo núm. 2011/77/UE y a Portugal la Decisión de Ejecución del Consejo núm. 2011/344/UE, de 30 de mayo de 2011.

¹¹⁹ Igual que en el caso griego, se trata de un acuerdo internacional administrativo.

consulta con el BCE¹²⁰. El préstamo se desembolsa en varios tramos¹²¹ y el Estado miembro beneficiario informará a la Comisión con antelación de su intención de retirar fondos de su línea de crédito¹²². El Estado beneficiario transmitirá el principal y los intereses adeudados a una cuenta del BCE y tanto este¹²³ como el Tribunal de Cuentas Europeo están facultados para la fiscalización de la gestión de la ayuda¹²⁴.

El Consejo EcoFin decidió el 9 de mayo de 2010 que el complemento institucional del MEEF fuese la FEEF, que se distingue del primer mecanismo por sus elementos constitutivos, no enraizados en el Derecho de la UE sino en el Derecho internacional y en el Derecho luxemburgués. La FEEF se trata de una sociedad anónima acogida al Derecho Luxemburgués y se basaba en un Acuerdo Marco intergubernamental en el seno del Eurogrupo¹²⁵ y organizado por el Consejo de Administración de la propia FEEF. Inicialmente contaba con los fondos procedentes del FMI (60.000 millones de euros), otra cantidad de 440.000 millones de euros garantizados por los Estados de la eurozona en proporción a su participación en el BCE. Su duración estaba prevista para un período de 3 años¹²⁶.

Está previsto en el documento de constitución de la Sociedad¹²⁷ así como en el Acuerdo Marco de 2010¹²⁸ que de manera coordinada con el FMI se condicione la financiación a dichos Estados a la suscripción de un Memorando de Entendimiento con la Comisión Europea, relativo a la disciplina presupuestaria y a la política económica. Los préstamos se articularán mediante Acuerdos de la Facilidad de Préstamos que serán negociados por la Comisión y aprobados por los Estados miembros del Eurosistema¹²⁹.

El objeto de la FEEF es la facilitación de préstamos a los Estados miembros de la zona Euro que padezcan dificultades financieras ajenas a su control. La FEEF se financiará en el

¹²⁰ Art 3.5 del del Reglamento nº 407/2010.

¹²¹ Art 4 del Reglamento nº 407/2010.

¹²² Art 5 del Reglamento nº 407/2010

¹²³ El BCE participó activamente en el diseño y seguimiento de los programas y como agente de pagos.

¹²⁴ Art. 8 del Reglamento nº 407/2010

¹²⁵ Solo participaron los Estados miembros del Euro.

¹²⁶ El Art. 11.2 del Acuerdo Marco: Los Estados miembros de la zona del euro se comprometen a liquidar FEEF, con arreglo a sus Estatutos, en la fecha más temprana posible, a partir del 30 de junio de 2013, en la que ya no queden Préstamos pendientes de pago por un Estado miembro de la zona del euro y todos los Instrumentos de Financiación emitidos por FEEF y todos los reembolsos adeudados a los Avalistas se hayan devuelto completamente.

¹²⁷ Punto 3 del documento.

¹²⁸ Punto 2 del preámbulo.

¹²⁹ Art. 3 del Acuerdo Marco.

mercado internacional de capitales con el respaldo de los avales que concedan los Estados miembros accionistas no beneficiarios de la ayuda en el momento de la concesión del aval.

En cuanto a su naturaleza jurídica, se podría argumentar que la sociedad anónima no tiene per se capacidad para celebrar tratados internacionales como es el Acuerdo Marco de 2010. Sin embargo, puede interpretarse que los Estados parte han querido atribuir a la FEEF una capacidad funcional para celebrar este concreto tratado, esto es el *ius ad tractatum*. La naturaleza de un instrumento internacional no se determina exclusivamente en función a que sus firmantes sean sujetos de Derecho internacional antes de la firma del instrumento, sino en función al reconocimiento del *ius ad tractatum* a una entidad concreta, por los sujetos de Derecho internacional, en el momento de la celebración del tratado¹³⁰.

El Art. 16 somete el acuerdo y cualquier obligación no contractual al derecho inglés lo que no afectaría la calificación del instrumento como tratado internacional¹³¹. El Art. 15 establece que la eventual nulidad o ilegalidad de alguna disposición del acuerdo con base en alguno de los derechos aplicables no afectará al resto de disposiciones. Cualquier controversia derivada del presente Acuerdo o que surja en el contexto del mismo se resolverá de manera amistosa, a falta de resolución amistosa, se atribuye la jurisdicción al TJUE si se trata de una controversia entre ellos. En la medida en la que la controversia surja entre uno o más Estados miembros de la zona del euro y FEEF, las Partes acuerdan someter la misma a la jurisdicción exclusiva de los Tribunales del Gran Ducado de Luxemburgo¹³².

Además, en el ámbito del Derecho Español existían limitaciones constitucionales¹³³ que obligaban a la celebración de un tratado internacional para la asunción de ciertos compromisos internacionales. Respecto al Acuerdo Marco se daban los siguientes: (i) la cláusula del cumplimiento de los trámites nacionales para garantizar las obligaciones previstas¹³⁴ (ii) los compromisos financieros establecidos para la Hacienda Pública¹³⁵ (iii) la renuncia a la inmunidad de Estado¹³⁶ (iv) la atribución de jurisdicción al TJUE para resolver

¹³⁰ Esta interpretación es conforme al Art. 3 de la Convención de Viena sobre el derecho de los tratados de 1969. PASTOR PALOMAR, A., “El derecho internacional en los mecanismos de rescate de la zona euro”, Op. Cit., p. 302.

¹³¹ Igual que en el tratado internacional de Grecia, el acuerdo contiene decisiones soberanas que no pueden someterse exclusivamente a un derecho nacional, sino que han de cumplirse los trámites de cada derecho nacional para asunción de compromisos. Por otra parte, la remisión a un derecho nacional en la ejecución de ciertas disposiciones de un tratado no es extraño a los acuerdos relativos a actividades de contenido económico.

¹³² Art 16.2 del Acuerdo Marco 2010.

¹³³ Interpretadas por el Tribunal Constitucional en la STC 155/2005 en relación con la adhesión de España a diversos Acuerdos del Fondo Monetario Internacional.

¹³⁴ Art. 1.1 del Acuerdo Marco de 2010.

¹³⁵ Los avales del Art. 2.3 del Acuerdo Marco de 2010.

¹³⁶ Art. 15.3 del Acuerdo Marco de 2010.

controversias entre Estados del Eurosistema, renunciando por ende a la jurisdicción de los tribunales españoles¹³⁷.

En consecuencia, el Acuerdo Marco se tramitó como un tratado internacional¹³⁸, el fundamento último era que, si bien los Estados partes no serán prestamistas directamente, sino que será la FEEF quien financiará la concesión de los eventuales préstamos mediante la emisión de bonos, pagarés, efectos comerciales, títulos de deuda y otros mecanismos de financiación, éstos serán avalados por garantías irrevocables e incondicionales de los Estados miembros de la zona del euro, que actuarán como avalistas respecto de dichos instrumentos de financiación¹³⁹.

Con todo, la Sentencia del Tribunal Constitucional Federal el 7 de septiembre de 2011 reflejó que el Gobierno Federal no consideraba el Acuerdo Marco de 2010 como un tratado de Derecho internacional. La distinta interpretación de un instrumento internacional por parte de sus participantes no es ideal, aunque, en última instancia, lo más importante es que todos se comprometan, de una forma u otra, a asegurar el cumplimiento de lo acordado¹⁴⁰.

El Acuerdo Marco fue enmendado el 5 de septiembre de 2011 ampliando las modalidades de asistencia financiera y aumentando significativamente la capacidad de intervención del FEEF sin requerir aportaciones directas adicionales de los Estados miembros¹⁴¹. Mientras que el acuerdo marco original tan solo contemplaba la concesión de préstamos previa firma de un memorando de entendimiento con el FMI, la Comisión y el BCE, el acuerdo marco enmendado prevé que la FEEF pueda extender líneas de crédito preventivas, recapitalizar instituciones financieras mediante préstamos a los gobiernos sin un programa de ajuste macroeconómico y adquirir deuda soberana en los mercados primarios o secundarios.

¹³⁷ Art 16.2 del Acuerdo Marco de 2010.

¹³⁸ Es decir, ha de considerarse comprendido en el supuesto previsto en el párrafo d) del art. 94.1 de la Constitución, requiriendo su conclusión por esta causa la previa autorización de las Cortes Generales.

¹³⁹ Dictamen del Consejo de Estado núm 1.143/2012.

¹⁴⁰ PASTOR PALOMAR, A., “El derecho internacional en los mecanismos de rescate de la zona euro”, Op. Cit., p. 304.

¹⁴¹ Acordado en el Consejo Europeo del 21 de julio de 2011.

7. EL CONTAGIO DE LA CRISIS: EL EFECTO DOMINÓ

Alemania, durante la crisis, se encontró caminando por una cuerda floja, tratando de mantener el equilibrio entre dos extremos: por un lado, sus contribuyentes, ansiosos y cuidadosos de sus propios bolsillos, y por otro, sus socios europeos, que miraban esperanzados y dependientes de su apoyo. En este delicado acto de funambulismo, cualquier movimiento en falso podría haber hecho tambalear a todo el continente. Esta fue la principal razón del Acuerdo de Deauville del 18 de octubre de 2010, suscrito entre la Canciller alemana, Angela Merkel, y el Presidente de la República Francesa, Sarkozy que dio lugar al concepto *Merkozy*¹⁴². En dicho acuerdo, reclamaron un sistema que permitiera reestructurar la deuda de los países antes de que estos recibieran un rescate europeo. Bajo este argumento, subyacía una idea: que los inversores (bancos, fondos de inversión, particulares...) que habían comprado bonos de un país quebrado asumieran pérdidas antes de que los contribuyentes del resto de países tuvieran que poner un euro¹⁴³. La opinión pública alemana no aceptaba que los contribuyentes tuvieran que asumir los costes del riesgo de un país y no aquellos que se habían enriquecido asumiendo ese riesgo. Por muy loables e, incluso, comprensibles las argumentaciones expuestas; en el corto plazo fue un error porque los inversores retiraron sus fondos de las deudas soberanas de los estados europeos ya que entendieron que serían ellos quienes asumirían las pérdidas de eventuales futuros rescates.

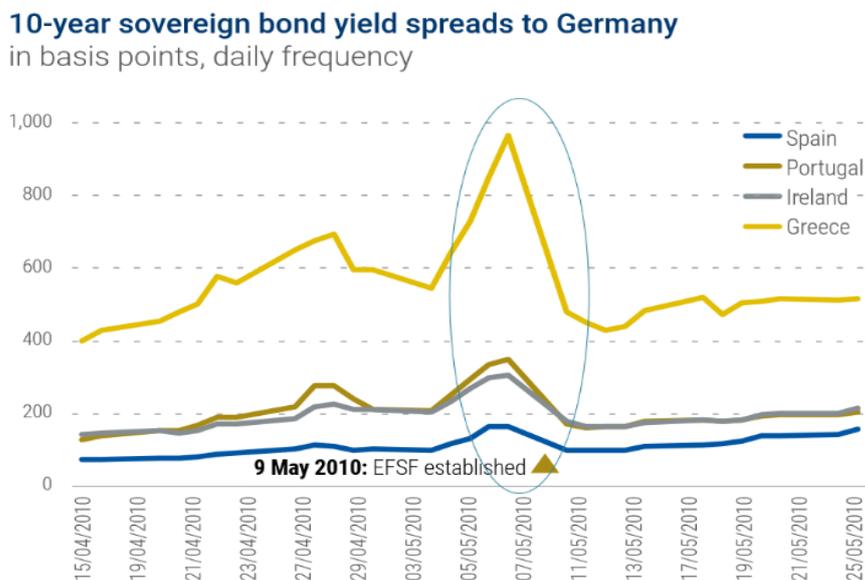
Inicialmente, la enorme cuantía del MEEF (750.000 millones de euros) calmó los mercados (Gráfico 7.1), no obstante la medida acordada en Deauville hizo que las primas de riesgo de los países periféricos siguieran escalando. Al principio, la presión de los mercados se limitó a Grecia, pero pronto quedó claro que existía un riesgo de contagio. Las mismas preguntas inquisitivas sobre la deuda griega se hacían ahora sobre otros países como Irlanda, Portugal, España o Italia. Los inversores comenzaron a diferenciar entre los países de la zona del euro como nunca antes, con especial atención a los países que habían acumulado grandes desequilibrios económicos¹⁴⁴.

¹⁴² Este neologismo surgió durante la crisis de la deuda soberana europea, cuando ambos líderes trabajaron estrechamente para enfrentar los desafíos económicos que amenazaban la estabilidad del euro. Fue sometido a multitud de críticas porque operaba al margen del procedimiento comunitario socavando la soberanía de otros Estados miembros.

¹⁴³ The Economist. (2010, October 18). The Franco-German deal in detail. The Economist. <https://www.economist.com/charlemagne/2010/10/18/the-franco-german-deal-in-detail>

¹⁴⁴ MARTÍNEZ, ROLLAND, M., Op. Cit., P. 168.

Gráfico 7.1: Impacto en el corto plazo del anuncio del MEEF en los mercados de la deuda soberana (prima de riesgo de los bonos a 10 años).



Fuente: Bloomberg. Elaboración por ESM

7.1 Irlanda

El gobierno irlandés se comprometió a extender una ambiciosa garantía a los bancos nacionales en dificultades que acabó costando más de lo que podía permitirse. Las responsabilidades asumidas con los rescates al sector bancario se tradujeron en un 32% del PIB de déficit en el 2010. El país se encontraba inmerso en su propia burbuja inmobiliaria. Aunque Irlanda tenía el nivel de deuda pública más bajo de toda la zona euro antes del inicio de la crisis, la garantía a las entidades financieras hizo que el nivel de deuda se situara en niveles próximos a la italiana. Finalmente, el Acuerdo de Deauville puso directamente a Irlanda al borde de la quiebra¹⁴⁵ (Gráfico 4.2)

El rescate a Irlanda fue aprobado por el Consejo EcoFin el 28 de noviembre de 2010. Este paquete de asistencia financiera fue acordado entre Irlanda, la Unión Europea (UE) y el Fondo Monetario Internacional (FMI). La ayuda financiera a Irlanda se plasmó en la Decisión 2011/77/UE. La cuantía del rescate irlandés fue de 85.000 millones de euros¹⁴⁶.

¹⁴⁵ HEWITT, G., *The lost continente.*, op. cit., p. 116.

¹⁴⁶ 22.500 millones de euros con cargo al MEEF; 17.700 millones de la FEEF; 4.800 millones en forma de préstamos bilaterales del Reino Unido, Suecia y Dinamarca; y 22.500 millones del FMI. Además el propio Estado irlandés aportó 17.500 millones de su reserva de caja del Tesoro y de las contribuciones del Fondo Nacional de Reserva para Pensiones.

7.2 Portugal

La economía de Portugal venía en crisis desde hacía algún tiempo, con un bajo crecimiento del PIB y de la productividad en los diez años anteriores a la crisis. Debido al entorno de bajas tasas de interés en la zona del euro tras la adopción del euro, el crédito había estado fácilmente disponible, lo que contribuyó a aumentar los niveles de deuda de las empresas, los hogares y el gobierno. Como el crecimiento de los salarios superó las ganancias de productividad, los productos portugueses se encarecieron en el extranjero, lo que contribuyó a una desaceleración del crecimiento de las exportaciones y a una pérdida de competitividad.

Con un déficit que, tras múltiples revisiones, alcanzaría un récord del 11,2% del PIB en 2010. Portugal no tenía mucho margen fiscal para sacar a flote su economía o responder a la presión del mercado. A medida que las noticias presupuestarias empeoraban, los rendimientos de los bonos aumentaron bruscamente a partir de abril de 2010, alcanzando lo que el gobierno percibió como niveles críticos cuando superaron el 10% a mediados de 2011¹⁴⁷ (gráfico 4.2).

El Consejo EcoFin aprobó el 17 de mayo de 2011 un paquete de ayuda para Portugal de 78.000 millones de euros, de los que el MEEF aportó 26.000 millones, la FEEF otros 26.000 millones y el FMI los 26.000 millones de euros restantes.

7.3 De nuevo, Grecia

Grecia había recibido un primer paquete de rescate en 2010, pero muy pocas de las medidas estructurales acordadas se implementaron y, en total, las pocas que se llevaron a cabo fueron en gran medida ineficaces. En enero de 2011, las tres principales agencias de calificación habían reducido la deuda de Grecia a un nivel inferior al de grado de inversión. Las rebajas de calificación crediticia continuaron hasta que, a fines de julio, Grecia era el país con la calificación más baja del mundo, aislados del financiamiento del mercado y dependientes de la ayuda financiera externa.

En el esfuerzo de 2010 por preparar el primer programa de rescate para Grecia, las autoridades internacionales esperaban que esta inyección de fondos fuera suficiente para estabilizar la situación griega y evitar el contagio. Sin embargo, se sobrestimaron la profundidad de la apropiación del programa y la capacidad para implementar reformas estructurales.

¹⁴⁷ TAMANES GÓMEZ, R., “El proceso de la gran depresión comunitaria desde 2007 y los escenarios de la reconstrucción del sistema comunitario de la Eurozona”, *La Unión Europea: de la crisis a la unión federal* de Miguel Martínez Cuadrado (dir.), Escolar y Mayo Editores, Madrid, 2016, pp. 97 a 109.

En julio de 2011, los líderes de la eurozona acordaron un segundo paquete de rescate para Grecia, que incluía una combinación de nuevos préstamos y una reestructuración de la deuda, implicando pérdidas significativas para los tenedores de bonos privados. Esta reestructuración se formalizó en marzo de 2012, cuando Grecia completó el mayor canje de deuda soberana de la historia, reduciendo su deuda en unos 100 mil millones de euros.

A pesar de estos esfuerzos, la economía griega seguía tambaleándose. Las medidas de austeridad profundizaron la recesión y causaron malestar social significativo, con frecuentes protestas y huelgas. En 2015, la situación alcanzó un punto crítico. El nuevo gobierno del partido Syriza, liderado por Alexis Tsipras, prometió poner fin a la austeridad. Sin embargo, las tensas negociaciones con los acreedores internacionales culminaron en un referéndum en julio de 2015, donde los ciudadanos griegos rechazaron las condiciones del rescate. A pesar de esto, el gobierno tuvo que aceptar un tercer paquete de rescate poco después, para evitar la salida de Grecia de la eurozona.

A partir de 2016, Grecia comenzó a mostrar signos de recuperación lenta pero constante. Las reformas estructurales y las medidas de austeridad, aunque dolorosas, empezaron a tener efectos positivos. En agosto de 2018, Grecia concluyó oficialmente su tercer programa de rescate, marcando el fin de ocho años de dependencia financiera externa. La economía empezó a crecer nuevamente, aunque de manera modesta, y el desempleo, aunque todavía alto, comenzó a disminuir.

En los años posteriores, Grecia continuó implementando reformas para estabilizar su economía y mejorar su competitividad. La confianza de los inversores fue gradualmente restaurada, y el país logró regresar a los mercados internacionales de bonos. La recuperación de Grecia se consolidó a medida que el país alcanzaba superávits presupuestarios primarios y comenzaba a reducir su deuda en relación con el PIB¹⁴⁸.

España y Chipre también se vieron afectados por la oleada de contagios que obligó a implementar distintas modalidades de asistencia financiera, no obstante por motivos explicativos sus casos se detallarán en los apartados 10.4 y 13.2 del presente trabajo.

¹⁴⁸ CALVO VÉRGEZ, J., Op. Cit., P. 199.

8. LA REFORMA DE LA GOBERNANZA ECONÓMICA: EL SIX-PACK

La UEM contaba con una deficiente articulación jurídica y fue necesario que la UE llevara a cabo una mejora sensible de su gobernanza económica para responder a los enormes desafíos generados por la crisis para muchos de sus Estados miembros. El Tratado de Maastricht no estableció una verdadera unión económica porque los Estados miembros han mantenido su competencia para elaborar y aplicar su propia política económica y presupuestaria y los poderes de la UE se han limitado a aplicar algunas normas de disciplina financiera y presupuestaria¹⁴⁹, en especial, la prohibición de déficit públicos excesivos, y a poner en marcha unos débiles mecanismos de coordinación y supervisión de estas políticas económicas nacionales.

La unión económica hasta 2010 se traducía en una coordinación de las políticas económicas nacionales basada en la dialéctica vigilancia/recomendaciones/sanciones, de manera que las instituciones de la UE vigilaban las políticas económicas desarrolladas por los Estados, hacían recomendaciones en caso de que éstas se desviasen de los objetivos fijados por la UE en las orientaciones generales de política económica y debían aplicar sanciones únicamente en caso de que un Estado incurriera en un déficit público excesivo. La relativa estabilidad de la regulación jurídica de la unión económica estalló con la exigencia imperiosa de hacer frente a las dramáticas necesidades financieras de algunos Estados miembros, bajo la constante presión de los mercados financieros.

De esta manera, la unión económica se convirtió en uno de los ámbitos más dinámicos y complejos del derecho de la UE y los cambios que en ella se produjeron tuvieron un impacto general en la estructura institucional y constitucional de la UE.

El 13 de diciembre de 2011 entró en vigor un conjunto de medidas legislativas, denominado Six Pack conformado por: tres Reglamentos¹⁵⁰ que reforman y refuerzan los dos Reglamentos preexistentes del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC); dos Reglamentos¹⁵¹ que crean un nuevo procedimiento para evitar desequilibrios macroeconómicos excesivos en la zona

¹⁴⁹ Conforme al ámbito competencial de la Unión Europea recogido en el Art. 2.3 TFUE.

¹⁵⁰ Reglamento 1173/2011; Reglamento 1175/2011; Reglamento 1177/2011.

¹⁵¹ Reglamento 1174/2011; Reglamento 1176/2011.

euro, y una Directiva¹⁵² que fija un mínimo común en materia de política presupuestaria que debe existir en los ordenamientos jurídico-financieros internos de los Estados miembros.

8.1 El Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC)

Las políticas fiscales inadecuadas de un Estado miembro pueden tener repercusiones negativas sobre el resto de socios y generan tensiones sobre el conjunto de la Unión. En la medida en que los mercados financieros no siempre actúan como elemento disuasorio¹⁵³ de estas políticas, se hace necesario establecer controles fiscales a los Estados miembros que obliguen a internalizar el efecto de sus decisiones sobre el conjunto de la unión¹⁵⁴. El marco europeo de las reglas fiscales se encuentra definido por el contenido del tratado constitutivo de la Unión Europea (TUE) y del PEC.

La coordinación de la política fiscal se articuló a través de dos instrumentos. En primer lugar, se descartaba la posibilidad de que la deuda pública de un Estado miembro fuera asumida por el conjunto de la zona del euro, lo que se conoce como cláusula de no bail-out (Art 125 TFUE¹⁵⁵). Con esta cláusula se pretendía evitar que se generaran incentivos a la aplicación de políticas presupuestarias insostenibles en los países miembros. Estos incentivos perversos surgirían del hecho de que, en ausencia de esta norma, los gobiernos nacionales podrían pensar que en último término siempre sería menos costoso para el resto de socios de la unión monetaria acudir al rescate del país en riesgo de quiebra que permitir que ésta se produjera y extendiera su contagio, altamente probable en un contexto de moneda única, al resto de socios de la unión. Esta cláusula permitía además que los mercados financieros siguieran jugando un papel disciplinador a través de la exigencia de primas de riesgo distintas a los países, dependiendo de los riesgos de inestabilidad de cada economía nacional.

En segundo lugar, el tratado fijó unos límites al déficit y deuda públicos de los Estados, que fueron complementados con el PEC. Bajo el supuesto de que los mercados financieros no funcionan siempre de manera eficiente y por tanto no podrían actuar como elemento

¹⁵² Directiva 2011/85/UE.

¹⁵³ Recuérdese como en el Gráfico 4.1 durante el periodo 2000-2007 la totalidad de los Estados pagaban los mismos intereses por la deuda pública, con independencia de sus datos macroeconómicos.

¹⁵⁴ CAMARERO, M. & TAMARIT, C., “Gobernanza y políticas fiscales en la UEM”, *Economía de la Unión Europea* de Mariam Camarero y Cecilio Tamarit (Coords.), Aranzadi, Pamplona, 2023.

¹⁵⁵ Art 125 TFUE: La Unión no asumirá ni responderá de los compromisos de los Gobiernos centrales, autoridades regionales o locales u otras autoridades públicas, organismos de Derecho público o empresas públicas de los Estados miembros, sin perjuicio de las garantías financieras mutuas para la realización conjunta de proyectos específicos. Los Estados miembros no asumirán ni responderán de los compromisos de los Gobiernos centrales, autoridades regionales o locales u otras autoridades públicas, organismos de Derecho público o empresas públicas de otro Estado miembro, sin perjuicio de las garantías financieras mutuas para la realización conjunta de proyectos específicos.

disuasorio de las políticas fiscales inadecuadas y que la cláusula de no bail-out podía no ser completamente creíble, se entendió necesario establecer controles fiscales a los Estados miembros que obligaran a internalizar el efecto de sus decisiones sobre el conjunto de la unión.

El establecimiento de estos límites (reglas fiscales) se justificaba por la necesidad de evitar el sesgo a la generación de déficit públicos que podían derivar en situaciones de insostenibilidad fiscal que, en el contexto de una unión monetaria, podían tener repercusiones negativas sobre el resto de socios y generar tensiones sobre el conjunto de la Unión.

El PEC establece un marco de coordinación de la política presupuestaria que consta de unos límites cuantitativos al déficit y deuda pública¹⁵⁶ que los países miembros no pueden superar, un mecanismo de supervisión y control del cumplimiento (lo que se conoce como vertiente preventiva del PEC¹⁵⁷) y un procedimiento para que los países corrijan las desviaciones respecto a esos límites en caso de que se produzcan (vertiente correctiva del PEC¹⁵⁸)¹⁵⁹.

La vertiente preventiva del PEC¹⁶⁰ constituye un sistema de alerta rápida, reúne un conjunto de disposiciones, de naturaleza preventiva, cuyo propósito es evitar que el déficit público de los Estados miembros de la Unión llegue a resultar excesivo. El componente preventivo del Pacto pretende garantizar la aplicación por los Estados miembros de políticas presupuestarias prudentes a fin de que no sea preciso adoptar formas de coordinación más rigurosas para evitar poner en peligro la sostenibilidad de las finanzas públicas, con las posibles consecuencias negativas para el conjunto de la UEM. Se invita a los Estados miembros a presentar programas de estabilidad (en caso de haber adoptado la moneda única) y convergencia (si no la han adoptado) en los que expongan sus planes para lograr sus objetivos presupuestarios a medio plazo basados en un escenario de crecimiento para un periodo plurianual.

Antes de la reforma del 2005¹⁶¹ la vertiente preventiva era más rígida. El objetivo para todos los países era situarse en una posición cercana al equilibrio o en superávit en el medio plazo,

¹⁵⁶ Conforme al protocolo n°12 anejo al TFUE se fijan en un déficit del 3% y una deuda pública del 60% respecto al PIB.

¹⁵⁷ Con base legal en el Art 121 TFUE.

¹⁵⁸ Con base legal en el Art 126 TFUE.

¹⁵⁹ DASÍ GONZÁLEZ, R. M., “El Pacto de Estabilidad y Crecimiento ante la crisis. Determinación y seguimiento del déficit público de los Estados miembros de la Unión Europea”, *Revista Española de Control Externo*, Vol. 13, Núm. 39, 2011, pp. 65 a 104.

¹⁶⁰ Reglamento (CE) n° 1466/97.

¹⁶¹ El Consejo Europeo de Bruselas de 22 y 23 de marzo de 2005 se aprobó por unanimidad la reforma del PEC, que se plasmó en los Reglamentos (CE) números 1055/2005 y 1056/2005.

la única posibilidad de incurrir en déficits superiores al 3% sin sanción era sufrir una recesión del 2% del PIB durante un año. Tras la reforma, desaparece el objetivo de déficit cero en favor de objetivos individuales diferenciados¹⁶²; los Estados con baja deuda o alto potencial de crecimiento podrán tener un déficit estructural (es decir, ajustados en función del ciclo y excluidas las medidas puntuales y otras medidas de carácter temporal) de hasta 1% indefinidamente. Además, aumentan los casos que eximen de sanciones¹⁶³.

Por último, los países que no alcanzasen su objetivo a medio plazo debían ajustar su posición estructural, aproximándose a un ritmo anual del 0,5% del PIB. Para los Estados que, además, acumulen una deuda pública por encima del 60% del PIB o con riesgos elevados para la sostenibilidad de las finanzas públicas, el ajuste estructural debería superar ese 0,5% del PIB.

La vertiente preventiva se basa, también, en el seguimiento periódico de las finanzas públicas nacionales por parte de la Comisión Europea y del Consejo Ecofin¹⁶⁴ sobre la base de los Programas de Estabilidad y Convergencia que los Estados miembros presentan anualmente. En este marco de supervisión se evalúa la consecución de los objetivos de medio plazo y el patrón de aproximación al mismo. En el caso de que exista esta desviación significativa respecto al objetivo de medio plazo o el ajuste acordado, el Consejo dará una recomendación alertándole para que tome las medidas de ajuste necesarias¹⁶⁵.

A pesar de la existencia de estas medidas preventivas puede darse el caso de que el déficit o el endeudamiento en proporción al PIB de algún gobierno de la Unión sobrepasen los valores de referencia y el Consejo Ecofin estipule que el Estado en cuestión se encuentra en una situación de déficit excesivo.

En esta circunstancia debe de aplicarse el Reglamento (CE) n° 1467/97 relativo a la aceleración y clarificación del procedimiento de déficit excesivo, que regula las consecuencias del incumplimiento de los límites establecidos en el artículo 126 TFUE. El procedimiento tiene dos elementos fundamentales: por un lado, los mecanismos para llevar a cabo una valoración exacta de la situación de déficit y delimitar así si se trata de un déficit excesivo, y

¹⁶² Dependen, entre otros factores, del nivel de deuda pública, del crecimiento potencial y de los pasivos implícitos, en particular los derivados del envejecimiento de la población sobre las finanzas públicas.

¹⁶³ Se tienen en cuenta factores relevantes como: Condiciones cíclicas dominantes, la aplicación de la estrategia de Lisboa, las políticas de I+D+i, la inversión y la calidad del gasto público, la contribución a las políticas europeas, reformas estructurales en campos como la jubilación y la seguridad social...

¹⁶⁴ El Consejo de Asuntos Económicos y Financieros (Ecofin) se encarga de la política de la UE en tres ámbitos principales: política económica, cuestiones fiscales y reglamentación de los servicios financieros. El Consejo Ecofin está formado por los ministros de Economía y Hacienda de todos los Estados miembros.

¹⁶⁵ Ibidem.

por otro, en caso afirmativo, el procedimiento coercitivo, que incluye la eventual imposición de sanciones¹⁶⁶.

El procedimiento inicia con la formulación del informe de activación de la Comisión Europea. El Comité Económico y Financiero habrá de emitir, en las dos semanas siguientes al informe de la Comisión, un dictamen sobre el mismo manifestando su opinión. Teniendo en cuenta éste, la Comisión remitirá al Consejo Ecofin un dictamen final, que acompañará de una recomendación en caso de que considere que el déficit es excesivo (cuando el incumplimiento no sea de escasa importancia, temporal o debido a circunstancias excepcionales).

La recomendación del Consejo deberá establecer un plazo de seis meses como máximo para que el Estado miembro afectado tome medidas eficaces. A continuación, se supervisa el cumplimiento de la recomendación del Consejo y, en caso de que no se adopten medidas o de que no sean efectivas, el Estado miembro recibirá una advertencia solicitándole la ejecución de medidas concretas en un plazo determinado.

En caso de que los ministros de Finanzas juzguen, en los 4 meses siguientes a la decisión de formular una advertencia al país en cuestión y en los 16 meses a partir de la notificación de los datos presupuestarios de la Comisión, que el déficit excesivo persiste, podrán imponer sanciones¹⁶⁷ al Estado miembro (incluida la exigencia de que el país afectado efectúe un depósito sin devengo de intereses, que en última instancia se convertiría en una multa en caso de persistir el incumplimiento).

La corrección del déficit excesivo debe llevarse a cabo en el año siguiente a su identificación, salvo en caso de que concurran circunstancias especiales, lo que implica que, en condiciones normales, un déficit excesivo no debería persistir más de dos años consecutivos. Sin embargo, tras la reforma del PEC realizada en 2005, el Consejo tiene la facultad de formular recomendaciones y advertencias en las que puede ampliar los plazos si considera que, tras la recomendación o advertencia inicial, se han producido circunstancias imprevistas que han tenido unas repercusiones presupuestarias negativas de gran alcance, lo que implica que, en

¹⁶⁶ HERNÁNDEZ DE COS, P., “El nuevo marco de gobernanza fiscal europeo”, *Papeles de economía española*, Núm. 141, 2014, pp. 66 a 83.

¹⁶⁷ En los Arts. 11 a 16 del Reglamento 1467/1997 se desarrollan las clases de sanciones que se pueden imponer. Inicialmente se constituirá un depósito sin intereses, que se mantendrá o no en función de la persistencia de la situación de déficit y de la adopción de medidas para su corrección por parte del Estado miembro. Eventualmente, el depósito podrá convertirse en multa, lo que sucederá como norma general siempre que transcurridos dos años desde la exigencia del depósito no se haya corregido la situación de déficit. En todo caso, al desaparecer la situación de déficit, o en el caso de avances sustanciales, corresponderá levantar las sanciones.

estos casos, un déficit excesivo puede persistir durante varios ejercicios. Para ello es preciso que el país miembro haya adoptado «acciones efectivas» para cumplir con la recomendación del Consejo.

La crisis económica puso de manifiesto los problemas del funcionamiento del PEC, que no fue capaz de promover un saneamiento sostenido de las cuentas públicas durante la fase de expansión, de forma que la crisis llevó a un empeoramiento sin precedentes de la posición y perspectivas fiscales de la mayoría de los países europeos, que, en algunos, casos comenzaron a percibirse como insostenibles. La consolidación del PEC era esencial, tanto para aumentar la credibilidad de la estrategia presupuestaria acordada para una salida de la crisis coordinada, como para evitar que se repitan los errores del pasado.

Diversas razones pueden explicar la falta de efectividad del PEC en la época previa a la crisis. En lo que respecta a su vertiente preventiva, se infraestimó el efecto positivo del ciclo económico sobre las finanzas públicas, que permitió un crecimiento excesivo del gasto en la fase de expansión y resultó en una caída muy significativa de los ingresos en el periodo de crisis, convirtiendo rápidamente situaciones de déficit reducidos o incluso de superávit en posiciones deficitarias muy abultadas¹⁶⁸. Por otra parte, la deuda pública es una variable clave para medir la sostenibilidad de las finanzas públicas, el límite establecido fue ignorado como consecuencia de la ausencia de criterios cuantitativos claros para la evaluación del ritmo al que debía reducirse.

En lo que respecta a su vertiente correctiva, los instrumentos disponibles para presionar a los países que incumplían con las obligaciones del PEC apenas se utilizaron en la práctica al encontrarse definidos de una manera muy laxa, que permitía un elevado grado de discrecionalidad en su aplicación y que contaban con una falta absoluta de automaticidad y con plazos muy largos.

Se percibió también una cierta asimetría entre la normativa del PEC y el marco presupuestario nacional. En muchos países, este último no recogía las obligaciones de aquel, lo que redujo su eficacia y, además, en algunos casos resultó en una falta de coordinación entre ambos que llevaba a que las recomendaciones llegaran cuando los presupuestos de los países ya estaban aprobados por sus Parlamentos.

¹⁶⁸ El efecto positivo sobre los ingresos públicos tiende a percibirse como permanente, de acuerdo con las metodologías de cálculo del déficit estructural, cuando en realidad puede tener un comportamiento transitorio significativo. Como consecuencia de ello, en varios países no se supo detectar una fuerte dependencia de los ingresos excepcionales para financiar el gasto; el vuelco de la situación contribuyó a que se dispararan los déficits presupuestarios.

Por último, aparecieron también problemas en algunos países sobre la calidad de sus estadísticas, que dificultaron la labor de supervisión de las autoridades europeas¹⁶⁹.

Para subsanar estas deficiencias, se incluyó un reforzamiento de la vertiente preventiva con la incorporación de la evolución del gasto¹⁷⁰ en la evaluación del cumplimiento de los objetivos presupuestarios a medio plazo de los países¹⁷¹. De forma que, la tasa de crecimiento del gasto público no debería exceder el crecimiento del PIB a medio plazo a menos que el objetivo se haya cumplido con creces y esté acompañada por incrementos discrecionales de los ingresos públicos. La medida responde a dos objetivos esenciales; de un lado se garantiza que los ingresos excepcionales no se gasten, sino que se destinen a reducir la deuda; de otro lado se intenta evitar que una evolución muy positiva de los ingresos públicos, asociada a factores extraordinarios, permita un crecimiento del gasto público también excesivo. En la tabla 8.1 se puede comprobar que el cumplimiento estricto de la nueva regla del gasto habría llevado a una situación más saneada en los países europeos durante la década de la crisis económica.

¹⁶⁹ HERNÁNDEZ DE COS, P., Op. Cit., p.76

¹⁷⁰ Reglamento (UE) 1175/2011.

¹⁷¹ Se mantienen los anteriores objetivos presupuestarios a medio plazo individualizados, así como el requisito de convergencia anual del 0,5% del PIB.

Tabla 8.1: Simulación de la dinámica de la deuda pública¹⁷²

	Deuda 1998	Deuda 2007	
		Observada	Simulación
Bélgica	117,4	84,2	83,1
Alemania	60,3	64,9	59,9
Irlanda	53,6	25,0	25,0
Grecia	94,5	105,4	79,0
España	64,1	36,1	36,1
Portugal	50,4	68,3	62,5
Italia	114,9	103,6	91,3
Francia	59,4	63,9	60,2

Fuente: AMECO y Banco de España. Elaboración propia.

La reforma también incluye una cláusula de escape (posibilidad de no cumplir las reglas) que permite lidiar con la existencia de circunstancias excepcionales como el caso de una grave recesión económica o cuando tenga lugar un acontecimiento que esté fuera del control del Estado miembro afectado y tenga una gran incidencia en la situación financiera de las Administraciones Públicas¹⁷³.

Además, se persigue generar una reacción más temprana y fuerte en el caso de que los países se desvíen de forma significativa de su objetivo de medio plazo o de la pauta preestablecida de aproximación a este objetivo¹⁷⁴. En caso de que las autoridades no efectúen las medidas efectivas para corregir la situación, puede llevar, en caso de que persista el incumplimiento del país miembro, al establecimiento de un depósito (0,2% del PIB¹⁷⁵ como regla general)¹⁷⁶ con base en los artículos 126.6 y 136 TFUE. Por lo que las sanciones también podían ser aplicadas en el componente preventivo (con independencia de si se ha abierto el procedimiento de déficit excesivo)¹⁷⁷.

¹⁷² El cuadro compara el nivel observado de deuda pública de alguno de los países de la zona euro en 1998 y 2007 y una simulación del resultado obtenido en caso de haberse aplicado la reforma del PEC.

¹⁷³ Reglamento 1177/2011.

¹⁷⁴ Si se percibe una desviación significativa se prevé que la Comisión dirija una advertencia al Estado miembro de conformidad con el Art 121.4 TFUE, además, el Consejo examinará la situación y adoptará una recomendación sobre las medidas políticas de ajuste necesarias y su plazo de adopción (es el denominado procedimiento de alerta precoz o early warning).

¹⁷⁵ El depósito realizado en la fase preventiva devengará intereses.

¹⁷⁶ Si el Estado no pertenece a la zona euro el procedimiento concluye en ese instante.

¹⁷⁷ Reglamento 1173/2011.

En el caso del brazo correctivo, la reforma pretende, en primer lugar, reforzar el criterio de la deuda pública. Los Estados miembros con deuda pública que exceda el 60% del PIB estarán también sujetos a la aplicación del procedimiento de déficit excesivo, a menos que el ritmo de descenso de la deuda en un periodo determinado se considere satisfactorio¹⁷⁸. Se incluyen nuevas sanciones financieras que además pasan a ser cuasi automáticas¹⁷⁹. En la fase correctiva el depósito se convierte en una multa de hasta el 0,5 % del PIB si no se siguen las recomendaciones para corregir el déficit excesivo. Para combatir el falseamiento de datos estadísticos por parte de los Estados miembros, se otorga a la Comisión la capacidad de realizar investigaciones sobre esta cuestión, podrá pedir al Estado miembro informaciones, realizar inspecciones in situ y el Estado miembro deberá permitirles el acceso a todas las cuentas de sus organismos públicos¹⁸⁰.

Con objetivo de abordar la falta de coordinación entre la normativa del PEC y la de los marcos presupuestarios nacionales, la reforma establece que estos últimos deberán ajustarse a un conjunto de requisitos mínimos, que se refieren a los sistemas de contabilidad y estadísticas públicos, las reglas fiscales numéricas, los sistemas de previsión, los objetivos presupuestarios a medio plazo, y la cobertura de todos los subsectores de las Administraciones Públicas¹⁸¹. Por una parte, la reforma pretende fortalecer las estadísticas relativas a las finanzas públicas de los países miembros, dado que se entiende que estas son cruciales para el adecuado funcionamiento del proceso. Por otro lado, se enfatiza la importancia de contar con proyecciones macroeconómicas que no tengan sesgos para el proceso presupuestario.

La reforma incluye entre las obligaciones Estados miembros que estos introduzcan reglas presupuestarias nacionales numéricas que promuevan el cumplimiento de la normativa europea y que sean aplicables a todos los subsectores de las Administraciones Públicas. Finalmente, también se consideró que para mejorar la planificación presupuestaria, ésta debe tomar un horizonte superior a un año, obligando a proyectar distintas partidas de ingresos y

¹⁷⁸ Se incluyó además un criterio numérico para dicha constatación. La deuda pública en los 3 años anteriores a la valoración debe descender (en promedio anual) en una vigésima parte de la cantidad en la que difiere del valor de referencia (60% del PIB).

¹⁷⁹ Se adoptarán una vez sean recomendadas por la Comisión Europea, a menos que se oponga una mayoría cualificada del Consejo (85% de los votos que solo se puede alcanzar votando juntos: Alemania, Francia e Italia) en el plazo de 10 días.

¹⁸⁰ Reglamento 1173/2011.

¹⁸¹ Directiva 2011/85/EU.

gastos, de forma similar a como se efectúa con los Programas de Estabilidad y Convergencia a nivel europeo¹⁸².

8.2 El Semestre Europeo

La crisis financiera puso de relieve las grandes debilidades en la coordinación de las políticas económicas y fiscales de los Estados miembros. El principal motivo para la creación del Semestre Europeo fue la necesidad de una mayor sincronización y supervisión de las políticas económicas y presupuestarias a nivel de la UE. Gracias al Semestre Europeo, introducido en 2010, los Estados miembros pueden debatir sus planes presupuestarios y económicos con los otros países de la UE en momentos específicos del año. Antes de la crisis, la planificación de las políticas presupuestarias y económicas de la UE se ajustaba a procesos diferentes. No se disponía de un panorama global de los esfuerzos realizados al nivel nacional, y los Estados miembros carecían de toda posibilidad de debate sobre una estrategia colectiva para la economía de la UE¹⁸³.

Este mecanismo permite a los Estados miembros efectuar observaciones sobre los planes de los demás y a la Comisión ofrecer a los Estados miembros directrices de actuación a tiempo, antes de la toma de decisiones al nivel nacional. La Comisión vigila, además, si los Estados miembros están avanzando hacia los objetivos de creación de empleo, educación, innovación, clima y reducción de la pobreza.

Su articulación es compleja porque bajo el paraguas procedimental común del Semestre Europeo conviven varios elementos diferenciados: la prevención y sanción de los déficits excesivos a través del PEC y del TCEG y el procedimiento de desequilibrio macroeconómico¹⁸⁴. El Semestre Europeo de Coordinación de las Políticas Económicas fue introducido en 2010 y aplicado por primera vez en 2011. El objetivo era aunar en un procedimiento único los diversos procedimientos de coordinación económica y presupuestaria (que venían conformando el Método Abierto de Coordinación). Se trataba de hacer una coordinación integrada de las políticas económicas nacionales, una coordinación económica global, pero manteniendo, a la vez, la autonomía de los procedimientos de coordinación y supervisión existentes.

¹⁸² DASÍ GONZÁLEZ, R. M., Op. Cit., p. 101.

¹⁸³ GARCÍA, P & GORDO, E., Op. Cit., p. 53

¹⁸⁴ Además, la lógica de la regulación de la UEM obliga a incluir una supervisión económica y presupuestaria general para todos los países de la UE (incluidos los países sin la moneda única), puesto que el sentido de la integración a varias velocidades implica la supervisión de los criterios de convergencia económica de los países no euro, con la esperanza de que todos ellos acaben incorporándose a la zona euro.

La regulación jurídica del Semestre Europeo se encuentra en el Reglamento 1175/2011 que introdujo en el Reglamento 1466/97 un nuevo artículo 2 bis cuyo apartado 1 establece que *con el fin de garantizar una coordinación más estrecha de las políticas económicas y una convergencia sostenida de los resultados económicos de los Estados miembros, el Consejo efectuará la supervisión multilateral como parte integral del Semestre europeo para la coordinación de las políticas económicas.*

El contenido del Semestre europeo se encuentra en el apartado segundo del precepto que en líneas generales puede resumirse de la siguiente forma: El ciclo arranca cada año en el mes de noviembre con el Estudio Prospectivo Anual sobre el Crecimiento (EPAC) en el que se fijan las prioridades económicas generales de la UE para el año siguiente, y el Informe sobre el Mecanismo de Alerta determina los Estados miembros que presentan riesgos de desequilibrios económicos. En febrero o marzo el Parlamento Europeo y los ministros competentes de la UE (trabajo, economía y hacienda, y competencia), reunidos en el Consejo, debaten el Estudio Prospectivo Anual sobre el Crecimiento. El Consejo Europeo adopta las prioridades económicas de la UE para las políticas nacionales, basados en el EPAC. También en esta época del año, la Comisión publica los análisis exhaustivos de los Estados miembros con desequilibrios potenciales (determinados en el Informe sobre el Mecanismo de Alerta).

En abril, los Estados envían sus programas de estabilidad/convergencia y sus programas nacionales de reforma (medidas de política económica para alcanzar un crecimiento inteligente, sostenible e integrador en áreas como el empleo, la investigación, la innovación, la energía o la integración social) que deben ajustarse a todas las recomendaciones previas de la UE. En mayo, la Comisión propone recomendaciones específicas por países, es decir, directrices estratégicas a medida para cada Estado miembro basadas en las prioridades destacadas en el EPAC y en la información de los planes recibidos en el mes de abril. Por último, en junio o julio, el Consejo Europeo refrenda las recomendaciones específicas por países y los ministros de la UE las debaten en el Consejo. Los ministros de economía y hacienda de la UE las adoptan en el mes de julio.

En este momento, empieza el semestre nacional en el que se activan los procedimientos nacionales para aprobar los presupuestos en diciembre, esperándose de los Estados miembros que reflejen las recomendaciones en sus planes presupuestarios y en su política económica general para el siguiente año, y que las apliquen en los siguientes doce meses.

En lo que respecta a su eficacia, hay que señalar que las instituciones únicamente pueden dirigir advertencias a los Estados miembros que se apartan de sus recomendaciones, pero

éstas son instrumentos de soft law cuya infracción no genera responsabilidad jurídica¹⁸⁵. Lo que sí existe con el Semestre Europeo es mucha transparencia y bastante presión de los pares (*peer review*) y de las instituciones de la UE como medio de incitación para la coordinación de las políticas económicas y presupuestarias nacionales¹⁸⁶.

¹⁸⁵ Aunque como ya se ha visto en el caso de los déficits excesivos sí pueden dar lugar a sanciones genuinas y como se explicará más adelante también en el caso del desequilibrio excesivo.

¹⁸⁶ CAMARERO, M. & TAMARIT, C., Op. Cit., P. 387

Tabla 8.2: El Semestre Europeo: Actores y Calendario¹⁸⁷

	Enero	Febrero	Marzo	Abril	Mayo	Junio	Julio
Comisión Europea	Presentación del EPAC e IMA		Publicación de análisis exhaustivos de los países con riesgos económicos		Evaluación de los PNR y de los PE/PC.	REP a los estados miembros basados en los PNR y los PE/PC	
Consejo de la UE		Debate sobre el EPAC con anterioridad al Consejo Europeo. Adopción de prioridades económicas.					Adopción formal de las recomendaciones a los EEMM
Parlamento Europeo		Debate sobre el EPAC con anterioridad al Consejo Europeo					
Consejo Europeo			Aprobación de las prioridades de reforma para la UE y los EEMM			Debate y aprobación de las recomendaciones a los EEMM.	
Estados Miembros				Envío a la comisión de los PNR y de los PE/PC			

Fuente: Comisión Europea. Elaboración propia.

¹⁸⁷ EPAC: Estudio Prospectivo Anual sobre el Crecimiento.

IMA: Informe sobre el Mecanismo de Alerta.

EEMM: Estados Miembros.

PNR: Programa nacional de Reforma.

PE/PC: Programa de Estabilidad o Convergencia.

REP: Recomendaciones específicas por países.

8.3 Procedimiento de desequilibrio macroeconómico

El procedimiento de desequilibrio macroeconómico tiene por objeto detectar los desequilibrios que dificultan el correcto funcionamiento de las economías de los Estados miembros, de la zona del euro, o de la economía de la UE en su conjunto, y estimular la adopción de las respuestas estratégicas adecuadas. Consta de un elemento preventivo, que se regula en el Reglamento 1176/2011 y se aplica a todos los países de la UE, y de un componente sancionador o corrector, regulado en el Reglamento 1174/2011 y que se aplica sólo a los países de la eurozona.

La vertiente preventiva forma parte de la supervisión económica y presupuestaria general aplicada a todos los países de la UE, mientras que el elemento sancionador se incardina en la supervisión reforzada que se dirige exclusivamente a los países de la zona euro. El procedimiento se inicia¹⁸⁸, con un Informe de Alerta Temprana (que como se ha mencionado anteriormente se publica en noviembre junto al EPAC en noviembre en el marco del Semestre Europeo) en el que la Comisión hace una evaluación económica y financiera de carácter cualitativo, basada en un cuadro con un conjunto de indicadores, cuyos valores se comparan con sus umbrales indicativos (Tabla 8.3).

Los Estados son sometidos a un cribado para la detección de (i) desequilibrios internos (incluidos los que pueden surgir como consecuencia del endeudamiento público y privado, de la evolución de los mercados financieros y de activos, incluido el sector inmobiliario, de la evolución de los flujos de crédito en el sector privado y de la evolución del desempleo) y (ii) los desequilibrios externos (incluidos los que pueden surgir como consecuencia de la evolución de la cuenta corriente y de la posición de inversión neta de los Estados miembros; de los tipos de cambio efectivos reales; de las cuotas en el mercado de exportación; de la evolución de los precios y los costes, y de la competitividad no relacionada con los precios, teniendo presentes los distintos elementos de la productividad)¹⁸⁹. Desde 2014, los indicadores auxiliares también incluyen una serie de indicadores de empleo y sociales pertinentes para comprender mejor los riesgos y la evolución social y del mercado de trabajo.

¹⁸⁸ Art. 3 del Reglamento 1176/2011.

¹⁸⁹ Art 4.3 del Reglamento 1176/2011.

Tabla 8.3: Indicadores del Procedimiento de Desequilibrio Macroeconómico y sus límites

Indicador	Límites
Desequilibrios exteriores y Competitividad	
Balanza por cuenta corriente % PIB	+6% PIB/-4%PIB
Posición neta de activos exteriores %PIB	-35%PIB
Cambio en cuota de mercado de exportador en 5 años	-6%
Cambio en el coste laboral unitario en 3 años	+9% en países zona euro +12% países fuera de la zona euro
Cambio en 3 años del tipo de cambio efectivo real basado en IPC armonizado respecto 35 países industrializados	+/-5% países zona euro +/-11% países fuera zona euro
Desequilibrios Internos	
Deuda sector privado	133%PIB
Flujo del crédito privado	14%PIB
Cambio anual precio vivienda respecto a deflactor del consumo	6%
Deuda pública	60%PIB
Tasa de desempleo	10%
Pasivos financieros totales. Variación anual	16,5%
Indicadores de Mercado de Trabajo	
Tasa de actividad (% población 15-64). Cambio porcentual en 3 años	-0,2 pp.
Tasa de desempleo a largo plazo (% de población activa 15-74). Cambio porcentual en 3 años.	0,5 pp.
Tasa de paro juvenil (% población activa 15-24). Cambio porcentual en 3 años	2.0 pp.

Fuente: Comisión Europea. Elaboración propia

Este Informe no extrae conclusiones y determina sólo los Estados miembros para los que se requiere un estudio más detallado o análisis exhaustivo que la Comisión, tras tener en cuenta las observaciones del Consejo y del Eurogrupo, lleva a cabo en relación con los Estados miembros que presentan un riesgo potencial de desequilibrio. El examen exhaustivo de la Comisión evaluará si el Estado miembro presenta desequilibrios y si éstos constituyen desequilibrios excesivos¹⁹⁰. (i) Si finalmente no constituye ningún desequilibrio, no hay problema y el procedimiento se detiene automáticamente. (ii) Si el Estado efectivamente presenta desequilibrios la Comisión recomienda al Consejo que dirija las recomendaciones necesarias al Estado miembro, de conformidad con el procedimiento del artículo 121.2¹⁹¹ del

¹⁹⁰ Art 4.2 del Reglamento 1176/2011.

¹⁹¹ “El Consejo, sobre la base de una recomendación de la Comisión, elaborará un proyecto de orientaciones generales para las políticas económicas de los Estados miembros y de la Unión y presentará un informe al

TFUE¹⁹². (iii) Si el Estado presenta un desequilibrio severo permite a la Comisión solicitar al Consejo la adopción, de conformidad con el artículo 121.4 TFUE¹⁹³, de una recomendación en la que constate la existencia de un desequilibrio excesivo y recomiende al Estado miembro que tome medidas correctoras, dándole un plazo para presentar un plan de medidas correctoras¹⁹⁴. Dicho plan indicará las medidas específicas que el país se propone ejecutar, e incluirá un calendario para tales medidas. Si el plan es suficiente la Comisión supervisará su implementación mediante la realización de informes¹⁹⁵. Sobre la base de los informes, el Consejo evaluará si efectivamente el Estado miembro en cuestión ha tomado las medidas correctoras recomendadas. (i) De ser así el procedimiento se dejará en suspenso y se cerrará cuando el Estado deje de presentar los desequilibrios excesivos¹⁹⁶. (ii) Si el Estado no toma las medidas recomendadas, el Consejo, por mayoría cualificada inversa, adoptará una decisión en la que se constate el incumplimiento, junto con una recomendación fijando nuevos plazos para la adopción de medidas correctoras¹⁹⁷. Para los Estados de la zona euro, el incumplimiento de esta decisión del Consejo puede abrir la vía para imposición de sanciones de conformidad con lo previsto en el Reglamento 1174/2011 (como en el caso del procedimiento de déficit excesivo)¹⁹⁸.

A pesar de que el Art. 153 TFUE declara que la política salarial quedaba fuera de las competencias de la Unión Europea, la institucionalización del procedimiento de desequilibrio macroeconómico legitima el intervencionismo en materia salarial tras constatar en la primera etapa de la unión monetaria que se trata de la principal variable de ajuste para promover la competitividad y reducir los desequilibrios macroeconómicos. En el marco del procedimiento de desequilibrio macroeconómico la Unión Europea ha recomendado

respecto al Consejo Europeo. Sobre la base del informe del Consejo, el Consejo Europeo debatirá unas conclusiones sobre las orientaciones generales de las políticas económicas de los Estados miembros y de la Unión. Con arreglo a estas conclusiones, el Consejo, adoptará una recomendación en la que establecerá dichas orientaciones generales. El Consejo informará de su recomendación al Parlamento Europeo”.

¹⁹² Art. 6 Reglamento 1176/2011.

¹⁹³ “Cuando se compruebe que la política económica de un Estado miembro contradice las orientaciones generales o puede poner en peligro el correcto funcionamiento de la unión económica y monetaria, la Comisión podrá dirigir una advertencia a dicho Estado miembro. El Consejo, por recomendación de la Comisión, podrá dirigir las recomendaciones necesarias al Estado miembro de que se trate. El Consejo, a propuesta de la Comisión, podrá decidir hacer públicas sus recomendaciones. A efectos del presente apartado, el Consejo se pronunciará sin tomar en consideración el voto del miembro del Consejo que represente al Estado miembro de que se trate”.

¹⁹⁴ Art 7.2 del Reglamento 1176/2011.

¹⁹⁵ Art 8.2 del Reglamento 1176/2011.

¹⁹⁶ Art. 11 del Reglamento 1176/2011.

¹⁹⁷ Art 10.4 del Reglamento 1176/2011.

¹⁹⁸ GRANELL TRÍAS, F., “La crisis y la reforma de la gobernanza económica del Euro”, *Gobernanza y reforma internacional tras la crisis financiera y económica: el papel de la Unión Europea* de Francisco Aldecoa Luzárraga, Carlos R. Fernández Liesa y Montserrat Abad Castelos (dirs.), Mercedes Guinea Llorente y Jorge Tuñón Navarro (coords.), Marcial Pons, Madrid, 2014, pp. 53 a 69.

reformas del mercado de trabajo a la mitad de los países miembros. Estas recomendaciones son cada vez más ineludibles en la medida en que los países que las incumplan se arriesgan a importantes sanciones económicas¹⁹⁹.

¹⁹⁹ MARTÍNEZ, ROLLAND, M., Op. Cit., P. 167.

9. EL TRATADO DE ESTABILIDAD, COORDINACIÓN Y GOBERNANZA

El rediseño institucional de la Unión Europea para hacer frente a la crisis pivotaba sobre dos ejes; el de asistencia y el de la gobernanza. En algunos Estados cuajó una sensación de asimetría: el MEDE, un instrumento de asistencia permanente y capaz de movilizar cantidades ingentes de dinero se encontraba en medio de su proceso de negociación. En el pilar de la gobernanza, el six-pack, que acababa de acordarse suponía un avance incontestable en la coordinación de las políticas económicas de la Unión.

Sin embargo, por mucho que el six-pack profundice en los poderes de la Unión en materia económica, estos poderes se limitan a la adopción de medidas de simple coordinación. El derecho originario apenas brinda instrumentos para interferir en la soberanía presupuestaria de los Estados miembros de tal forma que se garantice efectivamente el cumplimiento de sus obligaciones presupuestarias.

Si los llamados Estados contribuyentes (fundamentalmente, Alemania, Holanda y Finlandia) querían hacer pasar ante sus parlamentos y opiniones públicas un instrumento de asistencia permanente como el MEDE, era indispensable reforzar aún más la gobernanza económica. Resultaba necesario, a fin de cuentas, que todos y cada uno de los Estados de la zona euro asumiesen un compromiso claro, firme y jurídicamente vinculante de disciplina presupuestaria²⁰⁰.

Algo parecido ocurría con el BCE, que se estaba jugando buena parte de su credibilidad de institución independiente en las operaciones de intervención en el mercado (cuyo análisis se realizará posteriormente). El Bundesbank había expresado también su desacuerdo con ellas. El BCE puso una condición para continuar con sus operaciones de intervención: que los Estados Miembros suscribiesen un pacto presupuestario, un "Fiscal compact", en palabras del presidente de esta institución, Mario Draghi, durante una comparecencia ante el Parlamento Europeo el 1 de diciembre de 2011.

En el Consejo Europeo del 9 de diciembre de 2011 existían tres posibilidades alternativas. La primera opción, patrocinada hasta el último momento por el presidente Van Rompuy, consistía en modificar el Protocolo número 12 anejo a los Tratados, sobre el procedimiento

²⁰⁰ MARTÍN Y PÉREZ DE NANCLARES, J., "El nuevo tratado de estabilidad, coordinación y gobernanza de la UEM: Reflexiones a propósito de una peculiar reforma realizada fuera de los tratado constitutivos", *Revista de Derecho Comunitario Europeo*, núm. 42, 2012, pp. 397 a 431

aplicable en caso de déficit excesivo. Mediante esta modificación, los Estados miembros del euro habrían quedado obligados a adoptar normas en virtud de las cuales sus presupuestos debían estar en situación de equilibrio o superávit. La ventaja de esta opción era que permitía una modificación de los Tratados expeditiva, por medio de un acto de derecho secundario adoptado conforme a un procedimiento simplificado previsto en el artículo 126.14 TFUE²⁰¹, en el que el Consejo actúa por unanimidad de los 27 Estados Miembros.

La segunda opción la plantean Francia y Alemania en una carta conjunta firmada por el presidente Sarkozy y la canciller Merkel. No bastaba con introducir la regla de presupuesto equilibrado en los Tratados. Había que hacer acompañar esta regla de otros atributos que, sobre todo Alemania, consideraba fundamentales para el funcionamiento correcto de una unión económica y monetaria. Alemania y Francia pedían, así, conferir poderes de jurisdicción al Tribunal de Justicia en materia presupuestaria, un mayor grado de intrusión de la UE en los presupuestos de los Estados miembros desafiantes o una mayor automaticidad del procedimiento de déficit excesivo, eliminando cualquier grado de discreción por parte del Consejo.

La tercera de las opciones quedaba precisamente mencionada en la carta de Sarkozy y Merkel; si una reforma de los Tratados no funciona, sería menester actuar intergubernamentalmente por medio de un tratado de Derecho internacional público, que reflejase en mayor o menor medida lo que de otra forma habría de estar en los Tratados de la Unión Europea²⁰².

Merkel y Sarkozy rechazaron la modificación del Protocolo nº12. Por mucho que inscribir la regla de presupuesto equilibrado en los Tratados colmase buena parte de sus aspiraciones, el medio utilizado (un simple acto de Derecho secundario fundado en el artículo 126.14 TFUE), no sometido al control y escrutinio parlamentario de los Estados miembros carecía de la envergadura y la gravedad que la ocasión requería. Ambos buscaban un acto de Derecho primario. El TCEG responde en cierta medida a un instrumento de naturaleza política, cuya finalidad era plasmar de forma clara, visible y solemne determinadas obligaciones presupuestarias, sujeta a la ratificación de los Parlamentos nacionales con el objetivo evidente de mandar señales a los mercados financieros.

²⁰¹ El Consejo, por unanimidad con arreglo a un procedimiento legislativo especial, y previa consulta al Parlamento Europeo y al Banco Central Europeo, adoptará las disposiciones apropiadas que sustituirán al mencionado Protocolo.

²⁰² Ibidem.

En cuanto a la reforma del Tratado, no se logró la unanimidad necesaria entre los miembros del Consejo Europeo. El Reino Unido supeditó la ratificación de la reforma a la inclusión de un protocolo específico para los servicios financieros que prevería, entre otras cosas, la unanimidad como regla de voto para la adopción de normas relativas a este sector, en vez de la mayoría cualificada, de aplicación general en el ámbito del Mercado interior. El precio a cambio, consistía en una serie de contrapartidas en materia financiera dirigidas a salvaguardar los intereses de la industria financiera británica, que los otros Estados (sobre todo Alemania) no están dispuestos a aceptar.

La falta de unanimidad²⁰³ llevó a utilizar la vía del Derecho Internacional clásico dejando al margen el procedimiento de revisión previsto en el art. 48 TUE. La solución del Tratado “extra muros” ya se había empleado con anterioridad en el caso de los conocidos acuerdos de Schengen o en el menos conocido Tratado Prüm²⁰⁴.

El Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza (TECG) se firmó el 2 de marzo de 2012. Representó el triunfo ideológico del neoliberalismo que apostaba por la reducción de los déficits sacrificando el crecimiento frente a los keynesianos que eran partidarios de políticas expansivas confiando en el efecto multiplicador del gasto público.

El fin último del Tratado es reforzar el pilar económico de la UEM a través de tres objetivos fundamentales: Promover la disciplina presupuestaria (Título III), reforzar la coordinación de sus políticas económicas (Título IV) y mejorar la gobernanza de la zona del euro (Título V)²⁰⁵. El Tratado incluye dos títulos más; uno con el objetivo de garantizar la coherencia del propio tratado con el Derecho de la UE (Título II) y otro que contiene la disposiciones finales y generales (Título VI).

El aspecto más sobresaliente del tratado lo conforman probablemente las disposiciones sobre el pacto presupuestario (Título III), aunque hay normas que se limitan a repetir disposiciones existentes en el Derecho de la Unión. El artículo 3 es la norma fundamental de este título y, sin duda alguna, de todo el TECG. Conocida como la regla de oro, versa sobre la exigencia de una situación presupuestaria de las Administraciones Públicas de cada estado

²⁰³ Al veto de Reino Unido se sumó la República Checa que decidió finalmente no vincularse por el instrumento jurídico internacional. Por tanto, 25 de los 27 Estados miembros ratificaron el Tratado internacional.

²⁰⁴ Tenía como objetivo mejorar la cooperación transfronteriza, especialmente en la lucha contra el terrorismo, la delincuencia y la inmigración ilegal. Facilita el intercambio de información sobre ADN, huellas dactilares y datos de matrículas de vehículos entre los países firmantes. Además, establece medidas para la cooperación policial y la asistencia mutua en situaciones de crisis.

²⁰⁵ Art 1 del TECG.

parte de equilibrio o superávit²⁰⁶. Como novedad, el TCEG establece que dicha exigencia se considerará respetada si el saldo estructural anual de las administraciones públicas alcanza el objetivo nacional específico a medio plazo (recogido en el PEC), con un límite inferior de déficit estructural del 0,5 % del producto interior bruto. Este límite es, por tanto, más estricto que el fijado en el PEC, que establece un déficit estructural máximo del 1% del PIB para los países de la zona del euro. Además, se exige que los Estados habrán de garantizar la rápida convergencia a su respectivo objetivo a medio plazo conforme a un calendario que propondrá la comisión tomando en consideración los riesgos específicos para la sostenibilidad de cada país²⁰⁷. Se hace referencia también a las permitidas desviaciones temporales de los países en el caso de que concurran las circunstancias excepcionales²⁰⁸ que también se mencionan en el PEC, no obstante el TCEG es menos flexible y permite desviaciones menos pronunciadas del objetivo presupuestario a medio plazo o de la senda de ajuste hacia dicho objetivo en caso de aplicarse reformas estructurales importantes o reformas de las pensiones que redunden en beneficio de la sostenibilidad presupuestaria a más largo plazo.

Como elemento novedoso importante, el TCEG obliga a que se defina en la regla presupuestaria nacional un mecanismo corrector que se activará automáticamente en caso de que se observen desviaciones significativas del objetivo a medio plazo o de la senda de ajuste hacia dicho objetivo²⁰⁹.

Por otro lado, en el plano nacional el tratado exige la obligación de incorporar estas obligaciones al derecho nacional de las partes contratantes a más tardar 1 año después de la fecha de entrada en vigor del presente tratado mediante disposiciones que tengan fuerza vinculante y sean de carácter permanente, preferentemente de rango constitucional o cuyo respeto y cumplimiento estén de otro modo plenamente garantizados a lo largo de los procedimientos presupuestarios nacionales²¹⁰. En este sentido, la literatura económica subraya que un mayor rango legal puede mejorar la efectividad de las reglas, bajo el argumento de que se dificulta su eliminación o modificación según la política del gobierno

²⁰⁶ Art. 3.1 a) del TCEG.

²⁰⁷ Art. 3.1 b) del TCEG.

²⁰⁸ Conforme al Art 3 b) del TCEG por «circunstancias excepcionales» se entenderá aquel acontecimiento inusual que esté fuera del control de la Parte Contratante afectada y tenga una gran incidencia en la situación financiera de las administraciones públicas o aquellos períodos de grave recesión económica a tenor del Pacto de Estabilidad y Crecimiento revisado, siempre que la desviación temporal de la Parte Contratante afectada no ponga en peligro la sostenibilidad presupuestaria a medio plazo.

²⁰⁹ Art 3.1 e) del TCEG.

²¹⁰ Art. 3.2 del TCEG.

de turno, dado que esto exige normalmente mayorías parlamentarias más amplias²¹¹. Además, el rango constitucional le otorga una supremacía sobre el resto de leyes elaboradas por los Parlamentos nacionales, que obliga a que estas deban elaborarse de forma compatible con los límites fiscales incluidos en aquella²¹².

A pesar de ser un Tratado “extra muros” se involucró a la Comisión Europea y al TJUE en el control de la regla de oro. La Comisión elaborará en su debido momento un informe sobre las disposiciones adoptadas por cada Estado parte para dar cumplimiento a esta obligación y si la Comisión, tras dar oportunidad de presentar sus observaciones, concluye que un concreto estado parte ha incumplido la regla, el asunto será sometido al TJUE²¹³. Para salvaguardar la posición de la Comisión en un Tratado ajeno a la Unión, ciertamente no será la Comisión quien someta el asunto al TJUE sino que lo hará una o más Partes Contratantes²¹⁴. La sentencia que dicte el TJUE será vinculante para las partes en el procedimiento, de forma que el Estado condenado habrá de adoptar las medidas necesarias para dar cumplimiento a la sentencia en el plazo que decida el tribunal. Para el caso en el que el estado condenado en cuestión pueda persistir en el incumplimiento de la sentencia (con paralelismo al recurso de incumplimiento del Art. 260 TFUE), se prevé la posibilidad de someter al asunto de nuevo al citado tribunal para solicitar la imposición de una sanción pecuniaria que será pagadera al MEDE.

En cuanto al Procedimiento del Déficit Excesivo, el artículo 4 reitera la obligación existente en Derecho comunitario (en el PEC) de reducir en una vigésima parte al año el exceso de su deuda por encima del 60%. No obstante, se impone al Estado afectado por un procedimiento de déficit excesivo establecer un programa de colaboración presupuestaria y económica en el que se incluya una descripción pormenorizada de las reformas estructurales que se deberán adoptar y aplicar a fin de garantizar una corrección efectiva y duradera de su déficit excesivo²¹⁵. De nuevo, el aspecto fundamental es la atribución de competencias a las instituciones de la Unión Europea. Los programas de colaboración presupuestaria habrán de ser aprobados por el Consejo y la Comisión quienes además supervisarán su ejecución²¹⁶. Igualmente, los planes de emisión de deuda pública por parte de los estados habrán de ser

²¹¹ HERNÁNDEZ DE COS, P., Op. Cit., p. 78.

²¹² Esta exigencia España la cumplió antes de que se firmara el Tratado que dio lugar a la segunda reforma en la historia de la Constitución Española de 1978 que afectó únicamente a la redacción del Art. 135.

²¹³ La judicialización de las obligaciones presupuestarias era uno de los objetivos que Alemania venía persiguiendo desde el inicio de la crisis.

²¹⁴ Art. 8.2 TECEG.

²¹⁵ Art 5.1 TECEG.

²¹⁶ Art 5.2 TECEG.

comunicados con antelación a la Comisión y al Consejo para elaborar la adecuada coordinación²¹⁷.

El título IV (artículos 9 a 11) recoge una serie de disposiciones relativas a la coordinación de las políticas económicas de las partes contratantes²¹⁸. Son disposiciones de naturaleza programática o declarativa, que establecen directrices de acción y pautas de comportamiento entre las partes, antes que derechos y obligaciones de Derecho internacional público²¹⁹. Las partes se comprometen a cooperar en aras de una política económica que fomente el correcto funcionamiento de la unión económica y monetaria y el crecimiento económico a través de una convergencia y competitividad reforzadas²²⁰. Se refleja la disposición de las partes contratantes para hacer uso de medidas específicas para los Estados cuya moneda es el euro, sobre la base del artículo 136 TFUE y de los mecanismos de cooperación reforzada establecidos en los Tratados²²¹. Finalmente, se enuncia la garantía de las partes contratantes para debatir y coordinar entre sí las grandes reformas de política económica²²².

Por lo que respecta a la gobernanza de la zona euro, el Tratado formaliza las cumbres del euro, definidas como reuniones informales (que en la práctica ya se venían realizando²²³) de los Jefes de Estado o de Gobierno de las partes contratantes cuya moneda es el euro junto con el presidente de la Comisión Europea y al que será invitado el Presidente del BCE. La cumbre del euro es una instancia exclusivamente política a la que no se confiere el poder de adoptar normas o decisiones jurídicamente vinculantes. Se estipula, además, que las cumbres de euro se celebrarán cuando sea necesario y, como mínimo, dos veces al año²²⁴.

Por último se confiere un elemento de legitimidad democrática adicional mediante constitución de una conferencia de representantes de las comisiones pertinentes del

²¹⁷ Art 6 del TCEG.

²¹⁸ De esta forma se daba un contenido jurídico al Pacto político por el Euro plus que señalaba cuestiones esenciales para fomentar la competitividad en la zona del euro y que los Jefes de Estado o de Gobierno refrendaron el 25 de marzo de 2011.

²¹⁹ MARTÍN Y PÉREZ DE NANCLARES, J., “El tratado de estabilidad, coordinación y gobernanza: Una respuesta jurídica heterodoxa para una situación económica excepcional”, *La Unión Europea: de la crisis a la unión federal* de Miguel Martínez Cuadrado (dir.), Escolar y Mayo Editores, Madrid, 2016, pp. 182 a 193.

²²⁰ Art. 9 TCEG.

²²¹ Art. 10 TCEG.

²²² Art 11 TCEG.

²²³ La primera vez que se reúne la cumbre de los jefes de Estado o de Gobierno de los estados del euro es el 25 de marzo de 2010, con la finalidad de dar una respuesta coordinada a la quiebra de Grecia. En los momentos más duros de la crisis se convirtió en una costumbre convocar esta formación con el fin de dar una respuesta al más alto nivel político. El 26 de octubre de 2011 la propia cumbre decidió a desarrollar una cierta formalización: regularizar sus reuniones definir sus funciones y obligaciones respecto a los no euro y organizar su presidencia.

²²⁴ Art. 12 TCEG.

Parlamento Europeo y de los Parlamentos nacionales, a fin de debatir políticas presupuestarias y otras cuestiones del ámbito del TCEG²²⁵.

El tratado se aplica en toda su integridad a aquellas partes contratantes cuya moneda es el euro y establece que se aplicará a las demás partes en la medida y en las condiciones establecidas en el Art. 14²²⁶. En dicho artículo se establece que el Título V relativo a la gobernanza de la zona euro será aplicable a todas las partes contratantes²²⁷ y además podrán voluntariamente manifestar su deseo de quedar obligados por todas o parte de las disposiciones de los títulos III y IV²²⁸. Igualmente, se incluye una disposición ad hoc para el peculiar caso danés debido a la excepción a la que está acogida este Estado en el derecho de la Unión²²⁹. Así como una cláusula de apertura para la posible adhesión futura de los dos estados que no son parte del tratado²³⁰.

El obstáculo fundamental que encontró el TCEG fue lograr un acuerdo sobre la vía jurídica sobre la que encarrilar la elaboración del tratado. La elección de la alternativa intergubernamental, fuera del marco de los Tratados de la UE, conllevaba el desafío de la compatibilidad del Tratado “extra muros” con el Derecho de la Unión. Los Estados miembros no gozan de la autonomía absoluta propia de un sujeto de Derecho internacional, sino que deben respetar determinadas obligaciones derivadas del Derecho de la Unión en su calidad de Estados miembros²³¹.

Los acuerdos inter-partes deben (i) respetar las competencias que los Tratados atribuyen a la Unión y (ii) ser compatibles con el Derecho de la Unión, al que quedarían supeditados en virtud del principio de primacía²³² en caso de conflicto y (iii) respetar el principio de

²²⁵ Art. 13 TCEG.

²²⁶ Art. 1 TCEG.

²²⁷ Art 14.4 TCEG

²²⁸ Hungría, Lituania, Polonia y Suecia solo quedaron obligados por las disposiciones del título V. Teniendo en cuenta lo poco significativo de aquellos artículos, parece razonable pensar que la razón por la que suscribieron el Tratado fue apoyar políticamente el esfuerzo conjunto de la zona euro en la fase crítica que se vivía a finales de 2011 lanzando una señal de compromiso y confianza en los mercados o el hecho de querer participar en las sesiones de la cumbre del euro. Dinamarca y Rumanía han aceptado quedar vinculados por los títulos III y IV si bien Dinamarca con una excepción estableciendo que no quedará vinculada por ninguna norma futura resultante de la implementación de los títulos. Mientras que Bulgaria solamente aceptó quedar vinculado por las del título III.

²²⁹ Art 14.5 TCEG en relación con el Art 139 TFUE y protocolo nº16.

²³⁰ Art. 15 TCEG.

²³¹ GUINEA LLORENTE, M., “Efectos de la crisis en el modelo político europeo: más integración pero diferenciada”, *Gobernanza y reforma internacional tras la crisis financiera y económica: el papel de la Unión Europea* de Francisco Aldecoa Luzárraga, Carlos R. Fernández Liesa y Montserrat Abad Castelos (dirs.), Mercedes Guinea Llorente y Jorge Tuñón Navarro (coords.), Marcial Pons, Madrid, 2014, pp. 87 a 126.

²³² La sentencia de Costa v. ENEL (1964) del Tribunal de Justicia de la Unión Europea (TJUE) estableció que el derecho de la Unión Europea (UE) tiene primacía sobre el derecho nacional, lo que significa que las leyes y normativas de la UE deben prevalecer sobre las leyes nacionales de los Estados miembros en caso de conflicto.

cooperación leal²³³. Los Estados miembros no pueden ejercer sus poderes respecto de competencias exclusivas o compartidas de la Unión²³⁴. El TCEG versa sobre la política presupuestaria y económica de los Estados miembros, en este ámbito como se ha mencionado anteriormente la UE tiene su competencia limitada²³⁵ a definir las modalidades de coordinación de las políticas económicas de los Estados miembros, siendo éstos últimos quienes mantienen su parcela de soberanía intacta. No obstante, el método intergubernamental no puede desvirtuar las competencias de la Unión en política económica, por mucho que éstas consistan únicamente en competencias de coordinación²³⁶.

La finalidad del TCEG no es desvirtuar ni impedir el ejercicio efectivo de las competencias cubiertas por los Tratados, no tiene la vocación de sustituir las competencias de la Unión en materia económica, sino de complementarlas y reforzarlas. Prueba de ello, es que su interpretación y aplicación deberá hacerse en la medida que sea compatible con los tratados en los que se fundamenta la Unión Europea y con el derecho de la Unión Europea. Tampoco afectará a las competencias de la Unión para actuar en el ámbito de la Unión económica (respetando el principio a la cooperación leal del Art 4.3 TUE)²³⁷. Además, en algunos aspectos que tienen relación con competencias propias de la Unión (la coordinación de las políticas económicas y de convergencia) las partes del tratado se declaran expresamente y dispuestas a hacer uso de los mecanismos del artículo 136 y de la cooperación reforzada artículos 20 TFUE y 326 a 334 TFUE²³⁸. Por último, tiene vocación de provisionalidad, ya que su objetivo era recalcar en el ámbito del Derecho de la Unión²³⁹.

²³³ Art. 4.3 TUE: Conforme al principio de cooperación leal, la Unión y los Estados miembros se respetarán y asistirán mutuamente en el cumplimiento de las misiones derivadas de los Tratados.

²³⁴ Art 2.1 y 2.2 del TUE.

²³⁵ Art 2.1, Art 5.2 TUE y Art 121.1 TFUE.

²³⁶ DE GREGORIO MERINO, A., “El Derecho de la Unión y el Tratado de estabilidad, coordinación y gobernanza en la Unión Económica y Monetaria”, *Revista española de derecho europeo*, núm 45, 2013, pp. 27 a 60.

²³⁷ Art 2.1 TCEG.

²³⁸ *Ibidem*.

²³⁹ Art. 16 TCEG.

10. EL MECANISMO EUROPEO DE ESTABILIDAD

Como la FEEF se estableció hasta junio de 2013²⁴⁰, el Consejo Europeo el 25 de marzo de 2011 llevó a cabo una reforma del Art. 136 del TFUE²⁴¹ por el procedimiento de revisión simplificado del Art. 48 TUE para crear un mecanismo de estabilidad con carácter permanente dada la debilidad de la base jurídica del Art. 122.2 TFUE.

Los países de la zona euro decidieron recurrir a un instrumento de derecho internacional público para crear un mecanismo de asistencia financiera de carácter permanente para la zona euro, al que se denominó Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE).

Los estados de la Eurozona²⁴² firmaron el Tratado Constitutivo del MEDE el 2 de febrero de 2012²⁴³. Se trata de una institución financiera internacional²⁴⁴ (organización internacional intergubernamental) con sede en Luxemburgo al que se le anexa su estatuto, con un capital de 700.000 millones de euros²⁴⁵ y una capacidad crediticia de 500.000 millones²⁴⁶. Las aportaciones de sus Estados miembros a su capital se realizan por tramos anuales y en la medida en que vaya resultando necesario para atender a los apoyos en favor de los países de la Eurozona que no puedan financiarse razonablemente en los mercados financieros²⁴⁷. Debe subrayarse que al decantarse por la vía intergubernamental no se exploró la vía de la cooperación reforzada que se recoge en el Art. 20 TUE y los Arts. 326 a 334 del TFUE como propusieron algunos autores²⁴⁸.

El Eurogrupo, el Consejo de Gobernadores del MEDE y el Consejo de Administración del MEDE son los órganos rectores principales. El BCE actuará como agente de pagos

²⁴⁰ Aunque la FEEF se mantendría operativa hasta que se desembolsaran todos los pasivos pendientes (Art. 40 del Tratado Constitutivo del MEDE)

²⁴¹ Se añadió un tercer apartado que señala: "Los Estados miembros cuya moneda es el euro podrán establecer un mecanismo de estabilidad que se activará si resulta indispensable para salvaguardar la estabilidad del euro en su conjunto. La concesión de toda asistencia financiera necesaria en virtud del mecanismo estará sujeta a estrictas condiciones." La revisión del tratado necesitaba la aprobación de todos los Estados y la ratificación unánime.

²⁴² Aunque en el Art. 2 del Tratado Constitutivo prevé que se conviertan en miembros del mismo todos aquellos Estados que hayan visto aprobada su incorporación a la moneda única, contribuyendo con fondos a su capital.

²⁴³ Aunque entró en vigor el 27 de septiembre, comenzando a funcionar el 8 de octubre de ese mismo año.

²⁴⁴ Art. 1 del Tratado Constitutivo del MEDE.

²⁴⁵ Art. 8 del Tratado Constitutivo del MEDE.

²⁴⁶ Art. 39 del Tratado Constitutivo del MEDE.

²⁴⁷ Art 41 del Tratado Constitutivo del MEDE.

²⁴⁸ SCWARZ, M., "A Memorandum of misunderstanding – The doomed road of the European Stability Mechanism and a possible way out: enhanced cooperation" *CMLRev.*, n° 51, 2014, págs. 389-424.

realizando análisis sobre la sostenibilidad de la deuda, interviniendo en el diseño y seguimiento de los programas²⁴⁹.

La finalidad del MEDE será movilizar fondos y proporcionar apoyo a la estabilidad, bajo una estricta condicionalidad, adaptada al instrumento de asistencia financiera elegido, a los miembros del MEDE que experimenten o corran el riesgo de experimentar graves problemas de financiación, cuando ello sea indispensable para salvaguardar la estabilidad financiera de la zona del euro en su conjunto y de sus Estados miembros. Con este fin, está facultado para obtener fondos a través de la emisión de instrumentos financieros o mediante la celebración de acuerdos o convenios de índole financiera o de otro tipo con sus propios miembros, entidades financieras u otros terceros²⁵⁰. El MEDE reconoció cinco instrumentos distintos para canalizar la asistencia hacia los Estados miembros que se encuentren en dificultades. Así: (i) puede prestar asistencia financiera precautoria (con carácter preventivo) mediante una línea de crédito condicionada²⁵¹. (ii) Conceder asistencia financiera a los Estados miembros para la recapitalización de instituciones financieras²⁵². (iii) Conceder Préstamos²⁵³. (iv) Adquirir títulos de deuda soberana emitidos por el Estado miembro en el mercado primario²⁵⁴ y (v) en el mercado secundario²⁵⁵. Por último, se prevé que el Consejo de Gobernadores podrá revisar la lista de instrumentos de asistencia financiera contemplada en los artículos 14 a 18 y decidir la introducción de cambios en la misma.²⁵⁶

La estricta condicionalidad a la que debe subordinarse todo apoyo podrá adoptar en particular la forma de un programa de ajuste macroeconómico o de la obligación de cumplimiento continuo de las condiciones de elegibilidad preestablecidas²⁵⁷. Éste es un elemento imprescindible de cualquier programa de asistencia, con el objetivo que éstos sean compatibles con la prohibición de financiación monetaria del art. 123.1 del TFUE. y con el principio de no corresponsabilidad financiera del art. 125 del TFUE. El cumplimiento de la condicionalidad asociada a los programas de asistencia concedidos por el MEDE será supervisada por la Comisión Europea, en coordinación con el Banco Central Europeo y el

²⁴⁹ Capítulo segundo (Gobernanza) del Tratado Constitutivo del MEDE.

²⁵⁰ Art. 3 del Tratado Constitutivo del MEDE.

²⁵¹ Art. 14 del Tratado Constitutivo del MEDE.

²⁵² Art.15 del Tratado Constitutivo del MEDE.

²⁵³ Art. 16 del Tratado Constitutivo del MEDE.

²⁵⁴ En el mercado primario quiere decir directamente al Estado conforme al Art. 17 del Tratado Constitutivo del MEDE.

²⁵⁵ Art. 18 del Tratado Constitutivo del MEDE.

²⁵⁶ Art. 19 del Tratado Constitutivo del MEDE.

²⁵⁷ Art. 12 del Tratado Constitutivo del MEDE. Se refiere a los requisitos exactos que debe cumplir un Estado miembro para prestar la asistencia financiera en aras a garantizar que el apoyo se brinda en situaciones indispensables para salvaguardar la estabilidad financiera de la zona del euro.

FMI. Estas instituciones emitirán informes periódicos sobre el grado de cumplimiento de las condiciones fijadas en el programa de asistencia.

La aplicación de los programas de ajuste económico y de los memorandos de entendimiento de la Comisión con el MEDE, el MEEF y la FEEF ha generado bastante controversia. Los Estados que se acogen a un programa de ajuste se encuentran en una situación económica y financiera muy difícil y la aplicación del programa supone un esfuerzo de ajuste muy duro y con consecuencias sociales muy intensas. Las medidas económicas incluidas en cada programa dependen de la situación del Estado solicitante, pero si se analizan, estas medidas se refieren principalmente a: Privatizaciones de empresas y servicios públicos²⁵⁸; reformas de la fiscalidad nacional y medidas de lucha contra la evasión fiscal; remodelación de la administración pública con reducciones de puestos de trabajo y salarios de los funcionarios, así como medidas para eliminar la corrupción; medidas de reestructuración de la seguridad social y del sistema sanitario nacional para racionalizar su funcionamiento y asegurar su viabilidad; reestructuración del sistema bancario; medidas relativas a la reforma del mercado de trabajo²⁵⁹ y a la promoción del empleo y la inclusión social; reforma del sistema judicial nacional o medidas de fomento de la competitividad en los sectores económicos más importantes.

El principal argumento con el que se impusieron las políticas de austeridad era atajar el incremento de los déficits y de la deuda pública que encarecieron y dificultaron el acceso a los mercados financieros internacionales, incrementando además los riesgos de impago del resto de economías, poniendo contra las cuerdas la propia viabilidad de la moneda común.

Como anteriormente se ha mencionado la gobernanza económica y la asistencia financiera son dos caras de la misma moneda, así se puede apreciar en el preámbulo del Tratado Constitutivo del MEDE cuando vincula la asistencia financiera a un Estado a la previa ratificación del TECC²⁶⁰.

²⁵⁸ Privatizar colaboraría con el objetivo de incrementar la eficiencia de las economías y con ello su competitividad. Además, en segundo lugar estas privatizaciones son un instrumento más de recaudación necesario para afrontar el pago de la deuda.

²⁵⁹ Ya se comentó anteriormente que el incremento de los desequilibrios externos experimentado por las economías periféricas es concebido como el resultado de la divergencia en términos de competitividad entre las distintas economías fruto de las diferencias en los costes laborales unitarios. A su vez, las divergencias en dichos costes se explicaban a partir de la existencia de rigideces institucionales de los mercados de trabajo: sistemas de negociación colectiva, regulación sobre los despidos, salarios mínimos interprofesionales, mecanismos de protección al empleo... que incrementan los costes laborales unitarios, provocan la pérdida de competitividad externa de las economías periféricas y con ello sus déficits comerciales.

²⁶⁰ “El 9 de diciembre de 2011 los Jefes de Estado o de Gobierno de los Estados miembros cuya moneda es el euro acordaron avanzar hacia una unión económica más fuerte incluido un nuevo pacto presupuestario y una coordinación reforzada de las políticas económicas que serán aplicadas a través de un acuerdo internacional, el

10.1 El Consejo Europeo del 28 y 29 de junio de 2012

En el Consejo Europeo del 28 y 29 de junio 2012²⁶¹ se decidió establecer un mecanismo único de supervisión²⁶² que incluía a todos los bancos de la zona del euro, algo casi impensable apenas unos meses antes. También se acordó que, una vez que se hubiese establecido efectivamente esta supervisión única, el Mecanismo Europeo de Estabilidad podría recapitalizar los bancos directamente. Fue una de las decisiones más significativas, la creación de una unión bancaria contribuiría a garantizar la estabilidad y a mejorar las condiciones crediticias. De este modo, se rompería el círculo vicioso²⁶³ entre los Estados y los bancos.

El mecanismo único de supervisión fue el detonante para convencer a Alemania que inicialmente se había opuesto a la idea de que el MEDE permitiera inyectar capital directamente en los bancos con dificultades. Porque ello habría significado utilizar el dinero obtenido por los estados de la eurozona para salvar bancos mal supervisados en sus países. Hasta ese momento, el MEDE sólo podía recapitalizar entidades de crédito a través de préstamos al Estado (indirecta) destinados a la recapitalización de entidades financieras. Es decir, el MEDE concedía un crédito al Estado para que éste inyectase capital en los bancos infracapitalizados. Este crédito computaría íntegramente como deuda y el riesgo de impago recaería sobre el Estado miembro y no sobre el Fondo de Rescate. Con el objetivo de evitar que la inyección de fondos por parte del Estado desestabilice las finanzas públicas, el MEDE podría adquirir participaciones de bancos sin tener como intermediario al Estado beneficiario, es decir, de manera directa²⁶⁴.

Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza en la Unión Económica y Monetaria («TECG»). El TECG ayudará a desarrollar una coordinación más estrecha dentro de la zona del euro con vistas a garantizar una gestión duradera, correcta y sólida de las finanzas públicas y de esta manera hacer frente a una de las principales fuentes de inestabilidad financiera. El presente Tratado y el TECG son complementarios al promover la responsabilidad y solidaridad presupuestarias en la unión económica y monetaria. Se reconoce y acuerda que la concesión de asistencia financiera en el marco de los nuevos programas en virtud del MEDE estará condicionada, a partir del 1 de marzo de 2013, a la ratificación del TECG por el miembro del MEDE de que se trate.”

²⁶¹ El contenido de las conclusiones fue fundamental para que Mario Draghi lanzara su célebre discurso del *Whatever it takes* que posteriormente se analizará.

²⁶² El BCE se encargaría de la supervisión directa sobre los bancos de la zona euro. La creación de un órgano único de supervisión bancaria es el mayor avance en la integración europea desde la creación del euro.

²⁶³ Referido a la interdependencia de los Estados y los bancos, la insolvencia y los problemas de liquidez de los bancos debilitaban las finanzas públicas debido a los rescates bancarios y, las dificultades fiscales de los Estados, perjudicaban a su vez a los bancos que poseían a su vez deuda soberana. Este mecanismo único de supervisión y la capacidad del Mecanismo Europeo de Estabilidad para recapitalizar directamente los bancos buscaban romper esta dinámica perjudicial.

²⁶⁴ Igual que ocurriría con el programa OMT que posteriormente se explicará, la recapitalización directa no se activó nunca. El hecho mismo de que el instrumento exista junto con los estrictos requisitos que regulan su activación ha garantizado que no haya sido necesario utilizarlo.

La condicionalidad de los préstamos indirectos de recapitalización bancaria se centra únicamente en el sector financiero del país. Las reformas suelen apuntar a la supervisión financiera, la gobernanza corporativa y las leyes nacionales relacionadas con la reestructuración y la resolución. Mientras que la condicionalidad de la recapitalización directa se asemeja a los programas macroeconómicos de los préstamos. La razón estribaría en el hecho de que el MEDE se convertiría en accionista mayoritario de la entidad recapitalizada, asumiendo los riesgos derivados de invertir en bancos con serios problemas en su estructura de capital. Dado que el contexto macroeconómico afecta de manera decisiva a la solvencia de las entidades financieras, el MEDE, a través de la condicionalidad macro, pretendería asegurarse un contexto favorable para el éxito de su inversión²⁶⁵.

10.2 El Tribunal Constitucional Federal de Alemania

La sentencia del 12 de septiembre de 2012 el Tribunal Constitucional Federal de Alemania posibilitó que Alemania consintiera el Tratado constitutivo del MEDE (Tratado MEDE), el Fiscal Compact y la Decisión del Consejo Europeo de 25 de marzo de 2011 que modifica el art. 136 del TFUE²⁶⁶. Dada la magnitud de la contribución de Alemania al fondo de rescate, se consideraba que los magistrados con sede en Karlsruhe tenían el futuro del euro en sus manos. Aunque el Bundestag lo había aprobado el 29 de junio, no podía convertirse en ley hasta que fuera firmado por el presidente de Alemania, algo que no sucedería sin el respaldo del tribunal. El tribunal dictaminó que era esencial que cualquier contribución alemana adicional al MEDE estuviera sujeta a la aprobación parlamentaria alemana y que el resto de la zona del euro reconociera estas restricciones alemanas²⁶⁷.

En términos formales se llevó a cabo una declaración interpretativa de conformidad con el Art. 31 de la Convención de Viena sobre el Derecho de los tratados. Se trata de una declaración con efectos jurídicos que sirve para la interpretación del Tratado del MEDE. La declaración versa sobre los arts. 8.5, 32.5, 34 y 35.1 del Tratado MEDE, esto es, afecta a las

²⁶⁵ ARRUGA OLEAGA, I., “Recapitalización directa de entidades financieras por el mecanismo europeo de estabilidad”, *Gobernanza y reforma internacional tras la crisis financiera y económica: el papel de la Unión Europea* de Francisco Aldecoa Luzárraga, Carlos R. Fernández Liesa y Montserrat Abad Castelos (dirs.), Mercedes Guinea Llorente y Jorge Tuñón Navarro (coords.), Marcial Pons, Madrid, 2014, pp. 437 a 444.

²⁶⁶ BVerfG, Sentencia del Segundo Tribunal de Justicia de 12 de septiembre de 2012 - 2 BvR 1390/12 -, apartados 1-215.

²⁶⁷ REINER, A., “La UE en la jurisprudencia del Tribunal Constitucional Federal Alemán en el periodo de la crisis financiera”, *La Unión Europea: de la crisis a la unión federal* de Miguel Martínez Cuadrado (dir.), Escolar y Mayo Editores, Madrid, 2016, pp. 193 a 201.

responsabilidades de pago de los miembros del MEDE así como a la facilitación de información a los Parlamentos nacionales²⁶⁸.

10.3 La Sentencia Pringle

La sentencia Pringle²⁶⁹ del TJUE tuvo por objeto principal el tratado del MEDE y extiende sus efectos a todos los mecanismos de asistencia financiera cuando establece que la concesión de una ayuda financiera a un Estado miembro no forma parte de la política monetaria²⁷⁰. La política monetaria es de competencia exclusiva de la UE en virtud del art. 3.1 del TFUE, no así la política económica, marco en el cual se insertarían dichos mecanismos porque una medida de política económica no puede equipararse a una medida de política monetaria por el solo hecho de que pueda tener efectos indirectos en la estabilidad del euro²⁷¹.

Los Estados miembros son competentes para celebrar entre ellos un acuerdo por el que se establezca un mecanismo de estabilidad (como el Tratado del MEDE), siempre que los compromisos asumidos por los Estados miembros contratantes en el marco de tal acuerdo respeten el Derecho de la Unión²⁷². El MEDE no tiene por objeto la coordinación de las políticas económicas de los Estados miembros sino que constituye un mecanismo de financiación. Además, la estricta condicionalidad a la que debe subordinarse todo apoyo, que podrá adoptar la forma de un programa de ajuste macroeconómico no constituye un instrumento de coordinación de las políticas económicas de los Estados miembros²⁷³.

Mientras que el objetivo principal de la política monetaria de la Unión es mantener la estabilidad de los precios, el MEDE persigue un objetivo claramente distinto, preservar la estabilidad de la zona del euro en su conjunto. A tal efecto, el MEDE no está habilitado para fijar los tipos de interés rectores para la zona del euro, ni para emitir euros, debiendo financiarse la totalidad de la asistencia financiera que conceda con capital desembolsado o mediante la emisión de instrumentos financieros. El solo hecho de que esa medida de política económica pueda tener repercusiones indirectas en la estabilidad del euro no permite

²⁶⁸ PASTOR PALOMAR, A., Op. Cit., p. 294.

²⁶⁹ El Sr. Pringle, parlamentario irlandés, alegó que la modificación del TFUE era ilegal. Afirmaba que implicaba una modificación de las competencias de la Unión y que era incompatible con las disposiciones de los Tratados en los que se fundamenta la Unión Europea relativas a la unión económica y monetaria. Además, el Sr. Pringle alegaba que, al ratificar, al aprobar el Tratado MEDE, Irlanda asumiría obligaciones incompatibles con esos Tratados. De esa manera, la Supreme Court (Tribunal Supremo, Irlanda) decidió preguntar al Tribunal de Justicia sobre la compatibilidad del MEDE con el Derecho de la Unión.

²⁷⁰ Párrafo 57.

²⁷¹ Párrafo 56.

²⁷² Párrafo 69 y 109.

²⁷³ URBANEJA CILLÁN, J., “El mecanismo europeo de estabilidad. Análisis a través de la jurisprudencia comunitaria en el asunto Pringle”, *Anuario de la Facultad de Derecho. Universidad de Extremadura*, núm. 30, 2012-2013, pp. 123 a 159.

equipararla a una medida de política monetaria, tan solo sería una consecuencia indirecta de la medida de política económica adoptada²⁷⁴.

El MEDE no elude la prohibición de que el BCE no pueda conceder créditos en favor de autoridades o gobiernos de los Estados miembros del Art. 123 TFUE porque la concesión de la ayuda financiera se presta por un conjunto de Estados miembros a otro Estado miembro²⁷⁵.

El MEDE es compatible con la norma de la no corresponsabilidad financiera establecida en el art. 125 del TFUE puesto que el MEDE no asumirá la garantía de las deudas del Estado miembro beneficiario pues, frente a sus acreedores, este seguirá siendo responsable de sus compromisos financieros. La cláusula de “no rescate” no prohíbe a los Estados miembros la concesión de toda forma de asistencia financiera a otro Estado miembro que siga siendo responsable de sus propios compromisos frente a sus acreedores, siempre que las condiciones asociadas a esa asistencia sean apropiadas para incitarle a poner en práctica una política presupuestaria sana²⁷⁶. La estricta condicionalidad es requisito esencial para la compatibilidad de cualquier mecanismo de asistencia financiera con la prohibición del no bailing out (evitando el riesgo moral que pudiera producirse en caso contrario), puesto que garantiza que los Estados miembros permanezcan sujetos a la lógica del mercado y la consecución de un bien superior; el mantenimiento de la estabilidad financiera de la unión monetaria²⁷⁷.

En consecuencia, El MEDE es una organización internacional para la gestión de las crisis financieras más que para su prevención. Por el contrario, los arts. 123 y 125 del TFUE establecen disposiciones de naturaleza preventiva. El establecimiento del MEDE pretende gestionar crisis financieras que, a pesar de las acciones preventivas que se hubieran emprendido, pudieran no obstante surgir.²⁷⁸

10.4 La asistencia financiera a España

Ante la necesidad de recapitalizar una parte considerable del sistema financiero, el Gobierno español decidió solicitar el 25 de junio de 2012²⁷⁹, la asistencia financiera del FEEF

²⁷⁴ Párrafo 96.

²⁷⁵ Párrafo 125.

²⁷⁶ Párrafo 138.

²⁷⁷ Párrafo 135.

²⁷⁸ Párrafo 59.

²⁷⁹ El Eurogrupo aprobó un paquete de ayuda de hasta 100.000 millones de euros. No obstante, tras un análisis exhaustivo de las necesidades de capitalización la asistencia financiera fue finalmente por un valor de 41.300 millones de euros.

transitoriamente, y al MEDE., con base en las disposiciones del art. 15 de su Tratado constitutivo²⁸⁰. Se centró en la recapitalización bancaria; no constituye, por tanto, un rescate integral como los de Grecia, Irlanda, Portugal y, más tarde, Chipre.

España y la Comisión Europea firmaron el 23 de julio de 2012 un Memorando de Entendimiento²⁸¹ sobre condiciones de política sectorial. Adicionalmente, España y la FEEF firmaron el 24 de julio de 2012 el Acuerdo de Asistencia. El Real Decreto-Ley 24/2012, de 31 de agosto, de reestructuración y resolución de entidades de crédito reproduce el contenido de la reforma exigida por el MoU. En líneas generales, la reestructuración impulsada a raíz del programa de asistencia viene marcada por tres líneas esenciales: (i) Nuevos requisitos de solvencia a las entidades de crédito. (ii) Un nuevo régimen de intervención de entidades de crédito que afecta al FROB (Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria) que es el agente de España, en cuanto a la recepción de los fondos y su canalización a las instituciones financieras concernidas. Como instrumento novedoso se creó la SAREB (Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria), el objetivo último de este instrumento es la eliminación de la sobreexposición de las entidades de crédito españolas al sector inmobiliario adquiriendo los activos tóxicos de las entidades de crédito, con la finalidad de que tales activos sean gestionados, administrados y finalmente enajenados por esta Sociedad. (iii) La conclusión del proceso de reforma de las cajas de ahorro²⁸².

²⁸⁰ Es decir, por medio de la recapitalización bancaria indirecta.

²⁸¹ El MoU vuelve ser considerado un acuerdo internacional administrativo en ejecución del Acuerdo Marco de 2010.

²⁸² LÓPEZ ESCUDERO, M., Op. Cit., p. 420.

11. EL TWO-PACK

El 30 mayo de 2013 entró en vigor el Two Pack²⁸³ únicamente aplicables a los países de la zona euro tal y como permite el Art. 136.1 TFUE²⁸⁴. Por una parte, sobre la base de la reforma del PEC, se pretende reforzar aún más la coordinación y transparencia de las actuaciones de los países de la zona del euro, para ,en cierto modo, dotar de eficacia al Semestre Europeo. Por otra parte, se pretende trasladar parte de los compromisos suscritos en el TCEG a la legislación europea²⁸⁵.

El Reglamento 473/2013 pretende reforzar la supervisión de las políticas presupuestarias en la zona del euro y garantizar que los presupuestos nacionales son coherentes con las orientaciones para las políticas económicas formuladas en el contexto del PEC y del Semestre europeo²⁸⁶. Aumenta la vigilancia y la evaluación de los presupuestos nacionales cuando estos se encuentran todavía en una fase de ante proyecto, lo que pretende asegurar la corrección de los déficits excesivos en los países de la zona euro. Esta supervisión se aplica a todos los Estados Miembros cuya moneda es el euro, si bien habrá disposiciones especiales, y reforzadas, para aquellos países que estén bajo el Procedimiento de Déficit Excesivo²⁸⁷.

Como se señaló con anterioridad, el seguimiento de la política presupuestaria de los países se efectúa bajo el brazo preventivo del PEC en el contexto del semestre europeo. El reglamento impone un calendario presupuestario²⁸⁸ común para los Estados miembros, contribuyendo a la eficacia del PEC y el Semestre Europeo, garantizando que las recomendaciones del Consejo y de la Comisión se integren adecuadamente y a tiempo en el procedimiento presupuestario de los Estados miembros²⁸⁹. El Reglamento otorga a la Comisión un nuevo papel protagonista en la fase final del procedimiento presupuestario, puesto que analizará la coherencia del proyecto presentado (antes del 15 de octubre) con las

²⁸³ Reglamento 473/2013 y Reglamento 472/2013

²⁸⁴ “Con el fin de contribuir al correcto funcionamiento de la unión económica y monetaria... el Consejo adoptará... medidas relativas a los Estados miembros cuya moneda es el euro”. Obedece a una razón económica puesto que el hecho de compartir una moneda única genera mayor interconexión e influencia entre las economías.

²⁸⁵ Recuérdese que los Estados parte del TCEG se comprometieron a incorporar el contenido del mismo al marco jurídico de la Unión Europea.

²⁸⁶ Art. 1 del Reglamento 473/2013.

²⁸⁷HERNÁNDEZ DE COS, P., Op. Cit., p. 81

²⁸⁸ Los EEMM deberán presentar antes del 30 de abril de cada año los planes fiscales a medio plazo que se presentarán junto a los programas nacionales de reforma y los programas de estabilidad. Antes del 15 de octubre deben publicar el proyecto de presupuestos para el siguiente ejercicio. Por último antes del 31 de diciembre el presupuesto debe estar aprobado (Art. 4 del Reglamento 473/2013)

²⁸⁹ Recuérdese que una de las debilidades del PEC era que no existía un grado de coordinación suficiente entre el procedimiento presupuestario nacional y el PEC.

recomendaciones efectuadas²⁹⁰. La evaluación es realizada mediante un dictamen que aprobará antes del 30 de noviembre, no obstante si constata un incumplimiento especialmente grave, el dictamen ha de adoptarse en un plazo máximo de dos semanas a fin de solicitar a la mayor brevedad posible la presentación de un proyecto presupuestario revisado. La Comisión adoptará un nuevo dictamen sobre la base del proyecto de plan presupuestario revisado a la mayor brevedad. Finalmente, el Eurogrupo debatirá los dictámenes de la Comisión sobre los proyectos de planes presupuestarios nacionales y sobre la situación presupuestaria y las perspectivas de la zona del euro en su conjunto basándose en la evaluación global realizada por la Comisión²⁹¹.

Como se ha podido observar, el reglamento prevé un significativo grado de intervencionismo de la Comisión en la política presupuestaria de los países de la zona euro sin necesidad de que exista un déficit excesivo. Aunque es cierto que la Comisión no puede bloquear la adopción de un proyecto de presupuesto de un Estado, pero puede forzar su modificación o, al menos, instarla.

Para los Estados de la zona euro la supervisión reforzada de su política presupuestaria se intensifica cuando el país está sometido a un procedimiento de déficit excesivo. Con carácter obligatorio, el país que entre en procedimiento de déficit excesivo deberá presentar a la Comisión y al Consejo un programa de asociación económica en el que describirá las medidas políticas y las reformas estructurales necesarias para lograr una corrección eficaz y duradera del déficit excesivo, que deberán ser coherentes con las recomendaciones del Consejo. El Consejo adoptará un dictamen sobre el programa de asociación económica²⁹².

El Reglamento 473/2013 también mejora los flujos de información a la Comisión por parte de los Estados en procedimiento de déficit excesivo con el fin de que ésta pueda efectuar un seguimiento adecuado. El Estado afectado tiene que cumplir los requisitos de información fijados por el artículo 10 que van desde la evaluación global de la ejecución presupuestaria de las administraciones públicas y de sus subsectores a lo largo del ejercicio, pasando por la presentación de informes semestrales o trimestrales²⁹³ sobre la ejecución presupuestaria a lo largo del ejercicio, hasta la realización, a petición de la Comisión, de una auditoría

²⁹⁰ Formuladas en el contexto del Pacto de Estabilidad y Crecimiento y, cuando proceda, con las recomendaciones formuladas en el contexto del ciclo anual de supervisión, incluidos el procedimiento relativo a los desequilibrios macroeconómicos (Art. 6 Reglamento 473/2013)

²⁹¹ Art. 7 del Reglamento 473/2013.

²⁹² Art. 9 del Reglamento 473/2013.

²⁹³ Si el Estado miembro es objeto de recomendación por el Consejo, una vez presentado el informe, la periodicidad de los sucesivos será de seis meses. Si recibe advertencias del Consejo, será trimestral.

independiente y completa de las cuentas públicas de todos los subsectores de las administraciones públicas.

En caso de riesgo de incumplimiento del déficit excesivo, la Comisión dirigirá una recomendación al Estado en cuestión relativa a la aplicación de las medidas previstas en la recomendación o que se adopten otras, atendiéndose a un calendario compatible con el plazo de corrección de su déficit²⁹⁴.

Los Estados miembros deben informar con carácter previo al Eurogrupo y a la Comisión de la emisión de deuda pública²⁹⁵. Por último, se ordena a los Estados miembros la dotación de organismos independientes encargados del seguimiento del cumplimiento de las reglas presupuestarias numéricas, incluido el objetivo presupuestario a medio plazo. De esta forma, se desarrolla lo mencionado en la Directiva 2011/85/UE.

El Reglamento 472/2013 que completa el paquete legislativo del Two-Pack, prevé un procedimiento de supervisión reforzada, de mayor intensidad que el precedente, para aquellos Estados miembros que se enfrentan a graves dificultades de estabilidad financiera en el que el protagonismo de la Comisión es muy relevante. El Reglamento se aplica²⁹⁶ (i) a los Estados que corran el riesgo de experimentar o experimenten dificultades de estabilidad financiera o sostenibilidad de sus finanzas públicas con posibles efectos de desbordamiento adversos en otros Estados miembros²⁹⁷ de la zona del euro²⁹⁸ y a (ii) los Estados que soliciten o reciban ayuda financiera²⁹⁹ condicionada a un programa de ajuste macroeconómico.

En el primer caso (i), la supervisión más reforzada se concibe como un elemento adicional a los instrumentos de la supervisión general. El valor añadido de esta supervisión extra reforzada se concentra en una vigilancia más estrecha del sector financiero del país, en la que colabora el BCE estrechamente con la Comisión.

La Comisión podrá someter a supervisión reforzada a los Estados miembros, teniendo el Estado miembro en cuestión la posibilidad de dar su punto de vista antes de que la Comisión adopte una decisión sobre la supervisión reforzada. La decisión, de adoptarse, tendrá una

²⁹⁴ Art. 11 del Reglamento 473/2013.

²⁹⁵ Art. 8 del Reglamento 473/2013.

²⁹⁶ Art. 1 del Reglamento 472/2013.

²⁹⁷ Al valorar si un Estado miembro corre el riesgo de experimentar graves dificultades desde el punto de vista de su estabilidad financiera, la Comisión recurrirá, entre otros parámetros, al mecanismo de alerta, relativo a la prevención y corrección de los desequilibrios macroeconómicos.

²⁹⁸ Regulado en los Arts. 2 a 6 del Reglamento 472/2013.

²⁹⁹ Ya sea de otro Estado, del MEEF, de la FEEF, o de otra institución financiera internacional pertinente, como FMI. Regulado en los Arts. 7 a 17 del Reglamento 472/2013

vigencia de seis meses, prorrogables por otros tantos, e incluirá una evaluación global sobre las condiciones de endeudamiento, el perfil del vencimiento de las obligaciones de deuda, la solidez del marco presupuestario, la sostenibilidad a largo plazo de sus finanzas públicas, la importancia de la carga de su deuda y el riesgo de contagio ante problemas en el sistema financiero. A esta modalidad de supervisión reforzada se someterán también los Estados que reciban ayuda financiera con carácter preventivo salvo que se reciba en forma de una línea de crédito que no esté supeditada a la adopción de nuevas medidas, en tanto que dicha línea no se utilice³⁰⁰.

Los Estados afectados deberán comunicar al BCE la evolución del sistema financiero nacional y remitir los resultados de las pruebas de resistencia y análisis de sensibilidad cuyo fin es la evaluación de la capacidad de recuperación del sector financiero. Además, deberán presentar evaluaciones periódicas del sector financiero, así como cualquier información que la Comisión crea oportuna para el seguimiento de los desequilibrios macroeconómicos. Una vez recibidos estos datos, el Banco Central Europeo (BCE) y las Autoridades Europeas de Supervisión (AES) pertinentes elaborarán en coordinación con la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS), una evaluación con los puntos vulnerables del sistema financiero, y remitirán esa evaluación a la Comisión. La Comisión y las AES pertinentes, y, cuando proceda, con el FMI, realizarán misiones periódicas de evaluación, que culminarán con un diagnóstico sobre la necesidad de adoptar, o no, nuevas medidas correctoras o preventivas, o incluso la elaboración de un proyecto de programa de ajuste macroeconómico³⁰¹. El resultado debe comunicarse trimestralmente por la Comisión a la comisión competente del Parlamento y al Comité Económico Financiero (CEF)³⁰².

En el segundo caso (ii), el Reglamento conecta el impacto de la condicionalidad de la asistencia financiera del MEDE con el conjunto de los procedimientos de supervisión macroeconómica y presupuestaria de la UE. Se configura una supervisión intrusiva y muy intensa para los Estados de la zona euro que reciben asistencia financiera condicionada a la aplicación de un programa de ajuste macroeconómico. Los Estados pierden casi por completo su soberanía económica y presupuestaria durante el periodo de aplicación de dicho programa.

³⁰⁰ Art. 2 del Reglamento 472/2013.

³⁰¹ Momento en el que la supervisión reforzada pasará a regularse por los Arts. 7 a 17 del Reglamento 472/2013.

³⁰² Art. 3 del Reglamento 472/2013

El Estado miembro que solicite ayuda financiera elaborará, de acuerdo con la Comisión, que actuará en coordinación con el BCE y, cuando proceda, el FMI, un proyecto de programa de ajuste macroeconómico, que debe ser aprobado por el Consejo, pronunciándose por mayoría cualificada y a propuesta de la Comisión. La finalidad del programa será restablecer rápidamente una situación económica y financiera sólida y sostenible y restaurar la capacidad del Estado miembro para financiarse totalmente en los mercados financieros.

El programa de ajuste debe ser plenamente coherente con la supervisión previa sobre el Estado y, además, la Comisión debe velar por que el Memorandum de Entendimiento firmado por ella en nombre del MEDE o del MEEF y por que sea plenamente coherente con el programa de ajuste macroeconómico aprobado por el Consejo. La supervisión de la ejecución del programa de ajuste corresponde a la Troika, debiendo el Estado miembro ofrecer a la Comisión y al BCE su total cooperación, en particular, toda la información que consideren necesaria para la supervisión del programa de ajuste macroeconómico.³⁰³

Si el Estado asistido ejecuta el programa satisfactoriamente y una vez concluido puede volver a financiarse en los mercados de capitales, dicho Estado deja de estar sometido a la supervisión intrusiva y entra en la supervisión posterior al programa hasta que reembolse como mínimo el 75% de la ayuda recibida. El Consejo, previa propuesta de la Comisión, podrá prorrogar la duración de la supervisión posterior al programa en caso de riesgo persistente para la estabilidad financiera o la sostenibilidad presupuestaria del Estado miembro³⁰⁴.

Esta supervisión post programa vuelve a ser la supervisión más reforzada regulada en los Arts. 2 a 6 del Reglamento 472/2013, con la particularidad de que la Comisión llevará a cabo, en coordinación con el BCE, misiones de evaluación periódicas en el Estado miembro para valorar su situación económica, fiscal y financiera; y de que el Consejo, a propuesta de la Comisión, podrá recomendar al Estado miembro sometido a una supervisión posterior al programa la adopción de medidas correctoras³⁰⁵.

³⁰³ Art. 7 del Reglamento 472/2013.

³⁰⁴ Art. 14 del Reglamento 472/2013

³⁰⁵ Art. 14 del Reglamento 472/2013.

12. EL PAPEL DEL BANCO CENTRAL EUROPEO

Uno de los principios fundacionales de la Unión Europea es la regla de separación entre la política fiscal y la monetaria, la estrecha relación entre ambos extremos comportaría un mecanismo básico de inflación. Este principio se observa como un escrúpulo especial en Alemania donde el Bundesbank se rige siempre siguiendo esta disciplina. La espiral inflacionaria³⁰⁶, que experimentó Alemania tras la Primera Guerra Mundial y marcó de por vida a varias generaciones, fue causada por la emisión de nuevo dinero por el Banco Central para financiar las deudas del gobierno para hacer frente a los gastos de las reparaciones impuestas en el Tratado de Versalles. En esa experiencia pasada, se basa el objetivo alemán de una moneda estable, una tarea encomendada oficialmente al Bundesbank desde su fundación en 1957 y transmitida al Banco Central Europeo en 1999, libre de injerencias políticas.

Desde punto de vista teórico el modelo Barro-Gordon³⁰⁷ demuestra que el uso discrecional de la política monetaria para aumentar el empleo genera un sesgo inflacionista sin que produzcan mejoras en términos de actividad y empleo en el largo plazo. Existe abundante literatura económica que demuestran claramente la existencia de una relación negativa entre las tasas de inflación y el grado de independencia política de los bancos centrales³⁰⁸. Todo el entramado jurídico en torno al BCE se construyó sobre las anteriores concepciones. En consecuencia; el Art. 127 y 282.2 del TFUE establecen que el objetivo macroeconómico de la política monetaria será la estabilidad de los precios; el Art. 130 y 282.3 TFUE imponen que el BCE debe ser institucionalmente independiente; y el significativo Art. 123 TFUE que prohíbe al BCE financiar a los gobiernos de la Eurozona porque los funcionarios del BCE son tecnócratas no electos y su único mandato es mantener la estabilidad de los precios.

Sin embargo, la crisis financiera de 2008 ha provocado un cuestionamiento de los objetivos de la política monetaria, e incluso, de la propia independencia del BCE. Tradicionalmente, el BCE había operado con los instrumentos de la política monetaria convencional³⁰⁹. Durante los primeros años de la crisis se produjo una reducción drástica de los tipos de interés, con

³⁰⁶En noviembre de 1923 un dólar llegó a valer 4,2 billones de Marco.

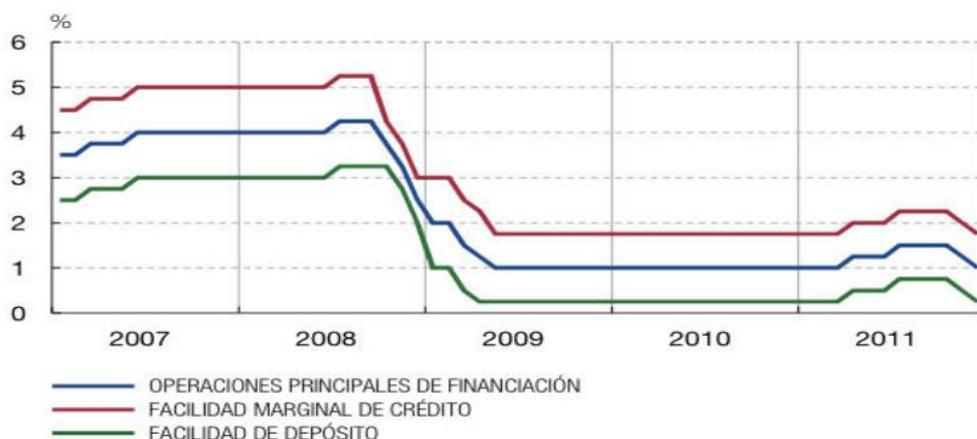
³⁰⁷ CAMARERO, M. & TAMARIT, C., “La Unión Monetaria Europea: antecedentes, situación actual y retos”, *Economía de la Unión Europea* de Mariam Camarero y Cecilio Tamarit (Coords.), Aranzadi, Pamplona, 2023.

³⁰⁸ Esta postura tiene una larga tradición, se basa en la idea metalista del dinero según la cual lejos de ser una institución social el dinero es básicamente un medio para facilitar los intercambios un producto del mercado que obtiene su valor del poder adquisitivo de la mercancía sobre las que se basa.

³⁰⁹ Operaciones de mercado abierto, los tipos de interés de facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito (facilidades permanentes) y el coeficiente de reservas.

el objetivo de facilitar el crédito a las entidades financieras para en última instancia incentivar el gasto y la inversión (Gráfico 12.1)

Gráfico 12.1: Evolución de los tipos de interés del BCE



Fuente: Banco de España. Informe sobre la crisis financiera y bancaria en España

La gravedad de la crisis obligó al BCE a actuar con decisión con el fin de preservar el euro, aplicando medidas de nuevo cuño y de naturaleza heterodoxa³¹⁰. Ante el creciente diferencial³¹¹ entre el tipo de interés fijado por el BCE y el tipo de interés interbancario (Euribor) tal y como se observa en el gráfico 12.2, el BCE consideró que se estaban generando obstáculos a la adecuada transmisión de su política monetaria. Esta fue la base sobre la que sustentó la decisión de medidas excepcionales³¹².

En la primera etapa de la crisis, el BCE inyectó liquidez en dólares americanos a través de operaciones de refinanciación en divisas *swap* para satisfacer deudas externas ya que los mercados de divisas estaban cerrados³¹³. Con la finalidad de reducir las tensiones existentes el BCE amplió el tipo de colaterales que las instituciones financieras podrían aportar en sus

³¹⁰ Algunos autores como (José Menéndez, 2012) se han referido a esta política como Qualitative Easing para diferenciarla de la conocida Quantitative Easing.

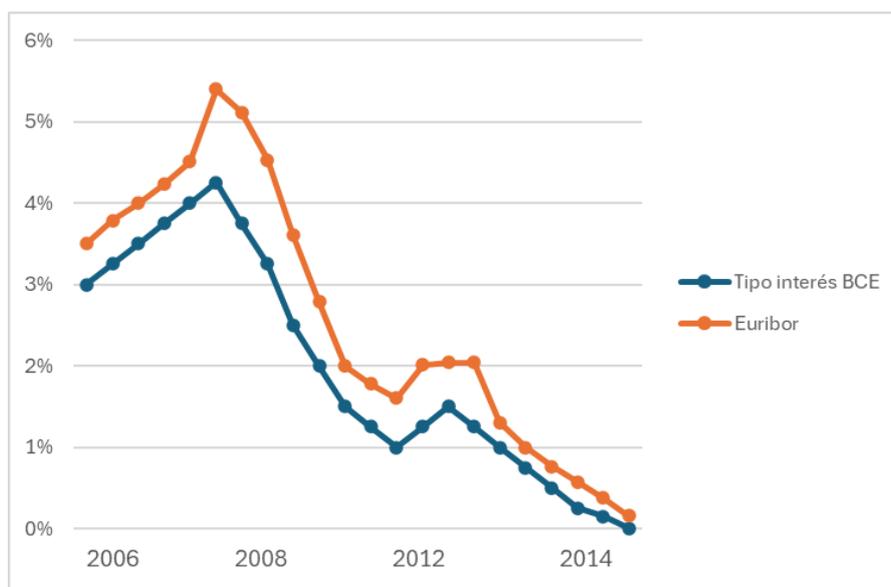
³¹¹ El Euribor (European Interbank Offered Rate) sigue habitualmente los tipos fijados por el BCE (Banco Central Europeo) porque estos tipos influyen en el coste del dinero que los bancos se prestan entre sí a corto plazo. Cuando el BCE ajusta sus tipos de interés, los bancos ajustan sus tipos de préstamos, reflejándose en el Euribor. No obstante, durante la crisis financiera la bajada de tipos del BCE no se reflejó en los tipos interbancarios debido a la desconfianza existente entre ellos. Lo que llevó a un incremento del riesgo percibido y, por ende, a un aumento de los tipos. Los bancos se volvieron reacios a prestarse dinero entre ellos, influyendo en el Euribor de manera independiente de los tipos fijados por el BCE

³¹² JOSÉ MENÉNDEZ, A., Op. Cit., p. 60.

³¹³ Durante el periodo 2008-2010 los prestamistas extracomunitarios se retiraron de la zona euro en varias ocasiones y dejaron de proporcionar financiación a la banca europea al existir importantes incertidumbres sobre los balances de dichos bancos. El BCE proporcionó esa liquidez necesaria mediante la permuta en divisas con otros bancos centrales extranjeros.

operaciones de refinanciación con la autoridad monetaria³¹⁴. También puso en marcha el Procedimiento de Adjudicación Plena de liquidez a tipo fijo (*Fixed-rate full allotment*) proporcionando una provisión de liquidez ilimitada en lugar de establecer límites en la cantidad subastada como se venía haciendo históricamente en las operaciones de mercado abierto.

Gráfico 12.2: Evolución del tipo de interés fijado por el BCE y el Euribor



Fuente: BCE. Elaboración propia

El BCE no solo comienza a aumentar la provisión de liquidez mediante sus operaciones financiación a largo plazo³¹⁵ (*Long-Term Refinancing Operations*), sino que además aumenta los plazos de vencimiento de dichas operaciones. Dichos plazos pasaron en 2008 de 3 a 6 meses y aumentaron nuevamente en 2009 hasta llegar al año. En la primera etapa de la crisis, el BCE implementó el Programa de Adquisiciones de Bonos Garantizados (*Covered Bond Purchase Programme*) mediante el que procedió a la adquisición de títulos de renta fija emitidos por las entidades financieras de la zona Euro con el objetivo de mejorar la liquidez de los bancos europeos, y con ello, impulsar el crédito a hogares y empresas³¹⁶.

La crisis de la deuda soberana aumenta durante 2010 y 2011 las primas de riesgo asociados a los títulos de deuda, en la medida en la que los inversores comienzan a ver probable un escenario de impagos e, incluso, la salida del euro de alguno de los países periféricos. Estas

³¹⁴ Los colaterales son los activos que la banca comercial entrega al BCE para la obtención de liquidez.

³¹⁵ Al ofrecer préstamos a largo plazo, los LTRO reducen la necesidad de que los bancos se preocupen constantemente por la renovación de la financiación. Esto puede ayudar a los bancos a gestionar mejor su liquidez y planificar con mayor confianza.

³¹⁶ Estas compras se produjeron tanto en el mercado de compra primario como en el secundario y ascendieron hasta los 60.000 millones de euros.

proyecciones dificultan el acceso de los países periféricos a los mercados financieros. En este contexto de aguda crisis de las deudas soberanas, el BCE decide intervenir adquiriendo títulos de deuda pública en los mercados secundarios activando el Programa de Mercados de Valores (*Securities Market Programme*) en mayo de 2010, que se presenta como una medida estrictamente temporal y limitada con el objetivo de proporcionar liquidez en aquellos segmentos del mercado que son disfuncionales³¹⁷. El BCE dio un giro en su política anunciando la compra de deuda pública soberana en los mercados secundarios, algo que no tiene expresamente prohibido ya que el Art. 123 TFUE prohíbe que el BCE se convierta en prestamista de última instancia de los estados mediante la compra de deuda pública en el mercado primario. A pesar de ello, se trató de una medida no exenta de polémica, pues se tambaleaba uno de los pilares fundamentales de su concepción, como es su independencia³¹⁸.

En la primavera de 2010 el BCE compró de forma activa deuda pública griega. El acuerdo del Consejo Europeo del 21 de julio de 2011 no logró reducir los tipos de interés que debían satisfacer Italia y España para atraer a los inversores de los mercados internacionales. El programa había permanecido inactivo durante un periodo, el BCE no era partidario de ponerlo en marcha si los gobiernos asistidos no llevaban a cabo los ajustes y las reformas necesarias³¹⁹ para que la intervención extraordinaria del BCE no fuera en vano. En octubre de 2011, tras las declaraciones de los gobiernos referentes a las nuevas medidas y reformas, el BCE volvió a intervenir comprando bonos del estado españoles e italianos³²⁰.

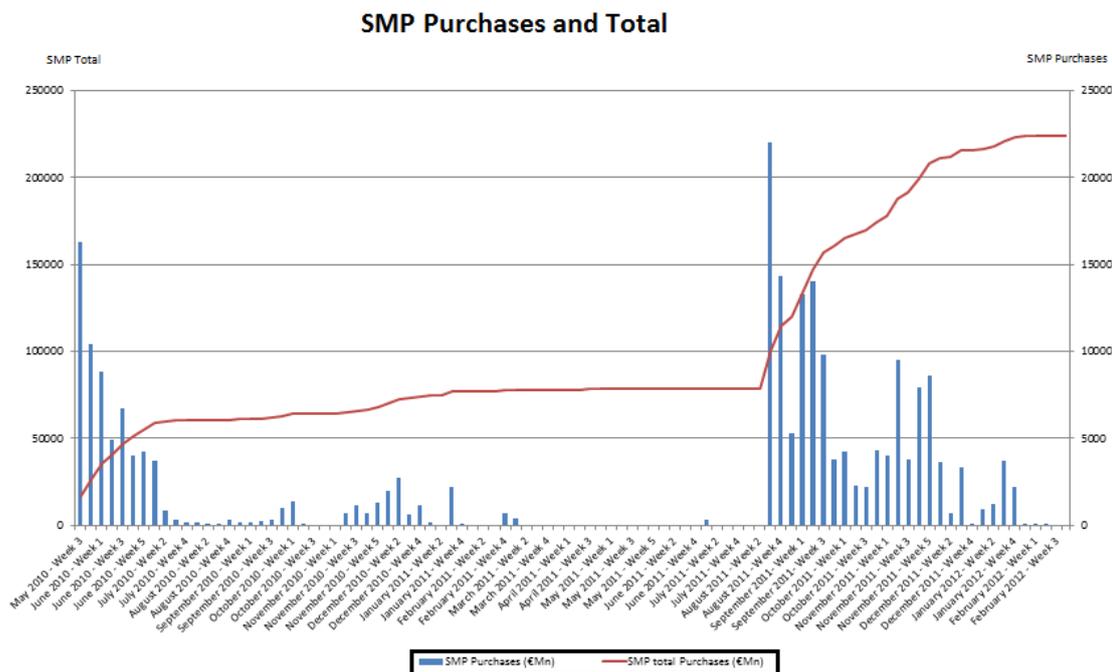
³¹⁷ CAMARERO, M. & TAMARIT, C., “La Unión Monetaria Europea: antecedentes, situación actual y retos”, *Economía de la Unión Europea* de Mariam Camarero y Cecilio Tamarit (Coords.), Aranzadi, Pamplona, 2023.

³¹⁸ El BCE justificó su intervención, de nuevo, alegando que los altos tipos de interés de los bonos de los Estados periféricos suponían un obstáculo para la transmisión de la política monetaria.

³¹⁹ El Presidente del BCE Jean-Claude Trichet dirigió en octubre de 2011 una carta confidencial tanto al presidente español, José Luis Rodríguez Zapatero, como al presidente italiano, Silvio Berlusconi, que fue filtrada posteriormente a los medios de comunicación en la que se les urgía a aplicar medidas de austeridad y reformas estructurales con el objetivo de restaurar la confianza de los inversores.

³²⁰ Tan solo unas semanas más tarde Berlusconi redujo los recortes en el gasto y anuló medidas para reducir los costes de las pensiones. En febrero de 2012 se volvió a suspender el programa y demostró la ineficacia del *Securities Market Programme* ante la ausencia de incentivos para inducir a los gobiernos a que colabore implementando las reformas. Además, el arma más eficaz del BCE es la posibilidad de actuar casi sin límites, de forma que el anuncio de una intervención limitada restringiría en buena medida sus efectos decisivos.

Gráfico 12.3: Compras semanales del SMP y evolución del stock acumulado del SMP (miles de millones de euros)

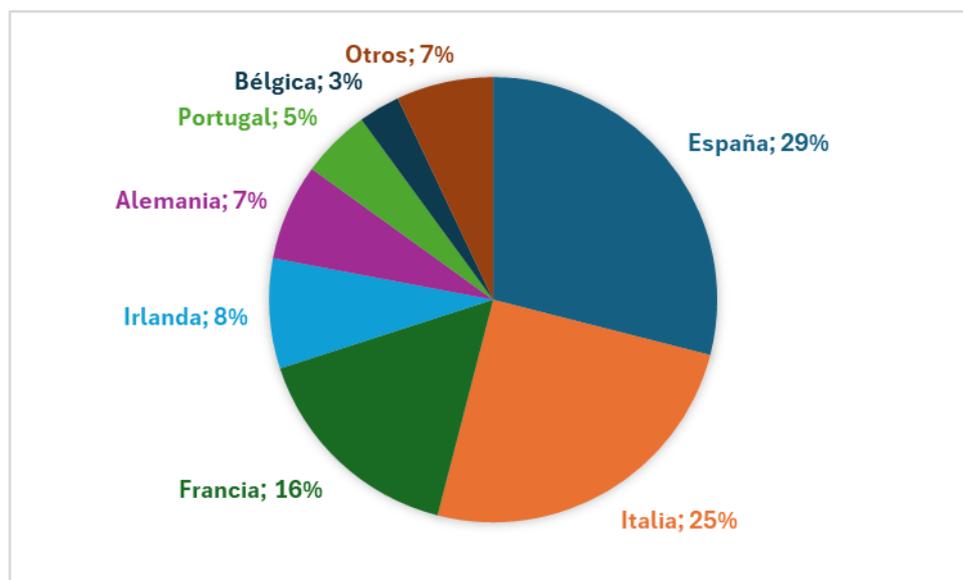


Fuente: BCE.

Como el aumento del vencimiento de las LTRO no resulta suficiente para garantizar las necesidades de liquidez de los bancos, en noviembre de 2011 el BCE aumentó los plazos de vencimiento hasta 3 años, al 1% de interés, sin condiciones adicionales³²¹. Estas operaciones suplieron en cierto modo la inactividad del *Securities Market Programme* ya que los bancos españoles e italianos acapararon la mayor parte del billón de euros, utilizando esa liquidez para adquirir deuda pública nacional (así los estados podían financiarse gracias a sus bancos comerciales que estaban provistos de extensa liquidez) y cubrir gran parte de las deudas emitidas con anterioridad que vencían en ese periodo.

³²¹ El BCE inyectó aproximadamente un billón de euros a los bancos europeos.

Gráfico 12.4: Operaciones de Financiación a largo plazo (% del total según los bancos destinatarios)



Fuente: BCE. Elaboración propia

Los tipos de la deuda soberana en Italia y España continuaron su escalada hacia niveles insostenibles a largo plazo, los mismos que aceleraron las medidas de rescate en los casos de Grecia, Irlanda y Portugal. Los inversores consideraron las cantidades anunciadas en el acuerdo del MEDE insuficientes; si la economía griega, que tan solo representaba el 2,5% del PIB total de la eurozona, puso en jaque la supervivencia del euro, para salvar a Italia o España, la tercera y cuarta economía del euro respectivamente sería necesario mucho más. Los mercados solo cederían cuando supiesen que había realmente detrás de Italia y España.

El verdadero punto de inflexión de la crisis se produjo el 26 de julio de 2012, cuando en el Global Investment Conference en Londres, el Presidente del BCE, Mario Draghi, pronuncia su célebre discurso: *“Within our mandate, the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro. And believe me, it will be enough”*³²²

En su intervención lo único que pretende es ratificar un mensaje que ya venía transmitiendo en el pasado, el euro como moneda única es irreversible. La clave para resolver la crisis no fueron arriesgados trucos técnicos o financieros, sino una clara demostración de liderazgo³²³. Al día siguiente Angela Merkel y François Hollande realizan una declaración conjunta en la

³²² “Dentro de nuestro mandato, el BCE está listo para hacer lo que sea necesario para preservar el euro. Y créanme, será suficiente”

³²³ RANDOW, J. & SPECIALE, A., *Mario Draghi, el artífice: la verdadera historia del hombre que salvó el euro*, Barcelona, Deusto, 2021.

que transmiten una señal favorable a Mario Draghi, tanto Francia como Alemania se mostraron comprometidos con el profundísimo deber de mantener intacta la eurozona y que harán cualquier cosa para proteger la moneda única. Esa sencilla frase pronunciada persistirá como un aviso a los inversores de que el BCE está más que dispuesto a proteger su moneda contra los ataques especulativos lanzados por quienes infravaloran su resolución. Son las palabras económicas más potentes jamás pronunciadas³²⁴.

Draghi debía traducir sus palabras de Londres en una acción concreta. Cualquier iniciativa debía ser lo bastante audaz como para (i) calmar a los inversores que están apostando por la ruptura del euro (ii) tener reglas lo suficientemente sólidas para ejercer presión sobre los gobiernos, con el fin de que cumplan su parte y (iii) ser lo suficientemente inatacable desde el punto de vista legal, dado que con toda probabilidad cualquier programa acabará siendo discutido ante las máximas instancias legales de la Unión.

El impacto de los LTRO se estaba atenuando y el SMP se encontraba inoperativo desde los incumplimientos. En septiembre de 2012 se anunció el programa de Transacciones Monetarias Directas (*Outright Monetary Transactions*), el objetivo del nuevo programa era similar al reciente *Securities Market Programme*, reparar los mecanismos de transmisión de la política monetaria, reduciendo las primas de riesgo de las deudas soberanas mediante la compra de títulos de deuda pública en el mercado secundario.

Sin embargo, existen diferencias sustanciales entre ambas intervenciones; mientras que el SMP suponía compras de activos temporales y limitadas, el nuevo programa (OMT) implicaba compras ilimitadas, tanto en el tiempo como en cantidad. La segunda diferencia, más relevante incluso que la primera, es que una condición necesaria para el programa es la condicionalidad estricta y efectiva asociada a un programa del MEDE. Estos programas pueden adoptar la forma de un programa completo de ajuste macroeconómico o de asistencia financiera precautoria, siempre que incluyan la posibilidad de compras en el mercado primario. El BCE únicamente efectuará el OMT siempre que se respete plenamente la condicionalidad del programa, y las terminará una vez que se alcancen sus objetivos o cuando no se cumpla con el programa de ajuste macroeconómico o precautorio. El BCE aceptaba el mismo tratamiento que los acreedores privados u otros con respecto a los bonos adquiridos a través de las OMT. Además, la liquidez creada a través de Transacciones Monetarias Directas sería completamente esterilizada para garantizar que estas adquisiciones no provocasen un aumento de la oferta monetaria, alimentando así la inflación, pretende

³²⁴ Ibidem.

recomprar justo la misma suma de dinero que ponga en circulación. Este programa nunca se llegó a poner en marcha, su simple anuncio tuvo un efecto tranquilizador sobre los mercados de deuda de países periféricos.

Ya se mencionó que Alemania siempre había sido el país que abogaba en mayor medida por la independencia del BCE, la implementación del programa provocó cierta controversia en el país germano. Jens Weidmann³²⁵ fue el único miembro del Consejo de Gobierno del BCE que se opuso a las OMT porque amenazaba con confundir los límites entre la política monetaria europea y las políticas fiscales de los Estados. En este sentido, resultó crucial el apoyo de Angela Merkel al plan pese a la negativa del presidente del Bundesbank de cara a la opinión pública. No obstante, en el ámbito jurídico Peter Gauweiler y otros presentaron una demanda ante el Tribunal Constitucional Federal de Alemania alegando que el programa OMT, anunciado por el BCE en 2012, excedía el mandato del BCE y violaba las disposiciones de los Tratados de la UE. El Tribunal Constitucional Federal de Alemania remitió varias cuestiones prejudiciales al TJUE, solicitando una interpretación sobre la compatibilidad del programa OMT con los Tratados de la UE, específicamente en relación con el mandato del BCE y el principio de prohibición de la financiación monetaria.

En su sentencia de junio de 2015³²⁶, el TJUE concluyó que el programa OMT es compatible con el Derecho de la Unión Europea. El Tribunal determinó que el programa entra dentro del mandato del BCE de mantener la estabilidad de precios y no constituye una violación de la prohibición de financiación monetaria de los Estados miembros, siempre que se respeten ciertas condiciones y limitaciones, ya que no se trata de compras de bonos en el mercado primario para financiar a los gobiernos sino en el mercado secundario para proporcionar liquidez a los tenedores de bonos, es decir, el sistema bancario en buena parte. Además, el BCE debía gozar de un amplio margen de discrecionalidad en la programación y ejecución de la política monetaria de la Unión Europea y los tribunales deben controlar la actividad del BCE con mucha moderación en tanto que carecen de la especialización y la experiencia de la que dispone en su organismo en esa materia.

³²⁵ El presidente del Bundesbank en aquel momento.

³²⁶ Sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea (TJUE), dictada el 16 de junio de 2015, en el asunto C-62/14, Peter Gauweiler y otros contra Deutscher Bundestag.

13. ¿Y SI HUBIÉRAMOS OPTADO POR EUROBONOS PERPETUOS Y EL BAIL-IN CHIPRIOTA?

La perspectiva retrospectiva nos permite evaluar decisiones con el conocimiento de sus resultados, lo que a menudo hace que sea más sencillo proponer alternativas. Sin embargo, la realidad durante la crisis es mucho más compleja, y las decisiones deben tomarse en un contexto de incertidumbre y presión.

A pesar de esto, es válido considerar que algunas soluciones, como los bonos perpetuos y el bail-in, podrían haber ofrecido beneficios significativos. Los bonos perpetuos, al no tener fecha de vencimiento, podrían haber proporcionado una fuente estable de financiación a largo plazo. Por otro lado, el bail-in, que implica la participación de los acreedores y accionistas en la reestructuración de las entidades financieras en dificultades, podría haber reducido la necesidad de rescates costosos para los contribuyentes y fomentado una mayor responsabilidad entre los inversores.

13.1 Los bonos perpetuos

Un bono es un certificado que crean los Estados cuando necesitan financiación, los plazos para su devolución pueden ser de meses o de varios años. Los bonos perpetuos a diferencia de los bonos convencionales no tienen una fecha establecida para su liquidación, es decir el Estado nunca tiene por qué devolver el dinero. Los bonos perpetuos son bien conocidos en Estados Unidos y en el Reino Unido, en este último, se usaron, entre otras cosas, para financiar las guerras contra Napoleón y la Primera Guerra Mundial. Hasta el año 2015 el Reino Unido tenía pendiente el pago de 218 millones de libras en bonos perpetuos.

Como su nombre sugiere, el principal de un bono perpetuo nunca tiene que pagarse, sino solamente sus intereses anuales. La pregunta que cabría hacerse es ¿Por qué algún inversor iba a prestar su dinero si no se lo van a devolver, por mucho que reciba una comisión anual?

A fin de cuentas, el bono no es más que un certificado que da derecho a cobrar una comisión anual para siempre (o hasta que el Estado emisor lo decida). Existe un instrumento financiero cotidiano que actúa de forma muy similar; las acciones. De la misma forma que una empresa no está obligada a reintegrar el dinero de una acción, el Estado no está obligado a reintegrar el capital invertido en su bono perpetuo. Sin embargo, con un sólido mercado financiero se pueden transmitir los bonos y las acciones a otros inversores para que cobren ellos los intereses o los dividendos. Un inversor tendría incentivos a depositar su dinero en bonos perpetuos, pese a que no se tenga la obligación de su restitución porque el interés anual que

devenga es superior al del bono convencional (cuanto mayor es el plazo, mayor debería ser el tipo de interés que paga un bono) porque el plazo es infinito. Otra de las ventajas que ofrece para el inversor, es que la cuota anual devengada es siempre la misma, independientemente de lo que ocurra en el mercado, en cambio en el bono convencional nadie puede asegurar que transcurrido el plazo de vencimiento se pueda volver a adquirir otro bono con la misma rentabilidad.

La ventaja para los Estados emisores es que los bonos perpetuos conllevarían un esfuerzo presupuestario muy reducido, de tal forma que los países frugales, reticentes a la emisión de los eurobonos convencionales que significaría una mutualización de la deuda³²⁷, tendrían que aportar muy poco dinero para poder costear su parte. A diferencia de los bonos perpetuos, en los bonos convencionales cada año se debe devolver parte del capital y sus respectivos intereses conforme a un cuadro de amortización corriente (Tabla 13.1). Mientras que, en los bonos perpetuos tan solo se debería pagar la cuota de intereses correspondiente.

Tabla 13.1: Ejemplo de cuadro de amortización

Capital total	12000			
Número de periodos	12			
Tipo de interés	5%			

Suponemos una amortización constante en todos los periodos

Columna 1	Columna 2	Columna 3	Columna 4	Columna 5
Periodo	Intereses	Amortización del capital	Cuota	Capital pendiente
0				12.000
1	600	1.000	1.600	11.000
2	550	1.000	1.550	10.000
3	500	1.000	1.500	9.000
4	450	1.000	1.450	8.000
5	400	1.000	1.400	7.000
6	350	1.000	1.350	6.000
7	300	1.000	1.300	5.000
8	250	1.000	1.250	4.000
9	200	1.000	1.200	3.000
10	150	1.000	1.150	2.000
11	100	1.000	1.100	1.000
12	50	1.000	1.050	0

Fuente: Elaboración propia

La Unión Europea podría apalancarse mucho con un coste muy reducido, George Soros estimaba que movilizar un billón de euros financiada por bonos perpetuos, podría costarle a la Comisión Europea 5.000 millones de euros anuales, que supone el 3% del presupuesto comunitario para una cantidad ingente de recursos. Dicho mecanismo de financiación solo es idóneo cuando se presentan situaciones graves de crisis, porque en otras circunstancias seguramente no compensaría pagar intereses más altos. Además, también conlleva el riesgo

³²⁷ Que les obligaría a pagar deudas en caso de impagos de los países del sur.

de que un gobierno se sobreendeude para derrochar el capital obtenido en inversiones poco productivas³²⁸.

Durante la crisis del euro, la emisión de bonos perpetuos habría sido una medida idónea debido a su bajo coste inmediato y su capacidad para aliviar la presión presupuestaria sobre los Estados miembros. Al no requerir la amortización del principal, estos bonos permitirían a los países movilizar grandes recursos para estimular el crecimiento económico sin la carga de pagar capital adicional a corto plazo. Además, hubieran ofrecido estabilidad a los mercados financieros y reducido los costes de financiación en un momento crítico. Aunque los bonos perpetuos conllevan ciertos riesgos, como el potencial de sobreendeudamiento, sus ventajas en términos de flexibilidad fiscal y apoyo a la recuperación económica podrían haber sido cruciales durante la crisis.

13.2 El Bail-in Chipriota

Los bancos chipriotas habían invertido intensamente en deuda pública griega, de modo que, una vez aprobada la quita sobre los pasivos del Gobierno heleno, quedaron totalmente descapitalizados: sus balances cargaban con un agujero de 10.000 millones de euros, equivalente al 60% del PIB de la isla. En ese momento, se planteó la crucial disyuntiva a la que se enfrentó su economía: o aceptar las enormes pérdidas de los acreedores (bail-in) o rescatarlos con el dinero de todos los contribuyentes (bail-out). La segunda opción, la predominante hasta entonces a lo largo de la crisis económica, soportaba un problema no menor: el Estado chipriota carecía de capacidad financiera para endeudarse y recapitalizar a los bancos. En consecuencia, el rescate sólo habría podido sufragarse con el dinero del resto de contribuyentes europeos.

Efectivamente, el MEDE se activó también para conceder asistencia financiera a Chipre por la difícil situación de su sobredimensionado sistema financiero. El programa de ajuste macroeconómico fue aprobado por el Eurogrupo el 25 de marzo de 2013 y el MEDE aprobó la concesión de un préstamo³²⁹ a Chipre el 24 de abril de 2013 por valor de 9.000 millones de euros, que se combinó con otro préstamo del FMI de 1.000 millones.

No obstante, la cuantía no fue ni muchos menos cercana a la que exigía la recapitalización de sus entidades financieras. Es en este contexto, donde merece destacarse la peculiaridad del sector financiero chipriota. La isla fue considerada un refugio seguro para el dinero

³²⁸ Soros insta a la UE a emitir bonos perpetuos para afrontar la crisis pospandemia. *EURACTIV*. <https://euroefe.euractiv.es/section/economia-y-empleo/news/soros-insta-a-la-ue-a-emitir-bonos-perpetuos-para-afrontar-la-crisis-pospandemia/>

³²⁹ Art. 18 del Tratado Constitutivo del MEDE.

procedente del blanqueo de capitales de los oligarcas rusos³³⁰. Salvar a los rusos con el dinero de los contribuyentes europeos no parecía ser la mejor de las ideas. Lo cierto es que, los bancos pueden llegar a quebrar sin crear un cataclismo económico, es más, pueden quebrar e incluso que la solución fuese mejor que cualquier rescate público.

La Unión Europea propuso un tipo de quiebra conocido como Bail-in, en este método los acreedores (no el Estado) son los encargados de recapitalizar la entidad quebrada mediante la conversión de deuda en acciones (Gráfico 13.1). El proceso se divide en 3 etapas distintas:

En la primera etapa el activo del banco muestra inversiones buenas y malas (en el caso de los bancos chipriotas deuda griega) mientras que en el pasivo se muestran el patrimonio neto (equity) y el pasivo exigible de la sociedad (acreedores) que se componen de dos grupos diferenciados: los depositantes (menos de 100.000 euros) y el resto de inversores del banco representados con "*Loss-absorbing*" debt.

En la segunda etapa, desaparece del activo la deuda griega que no se va a cobrar, la regla de oro de la contabilidad implica que todo movimiento en el activo debe tener su reflejo en el pasivo, por lo que el dinero invertido en deuda griega se computa como pérdidas, que como puede observarse son superiores al patrimonio neto de la sociedad, situación conocida como quiebra técnica.

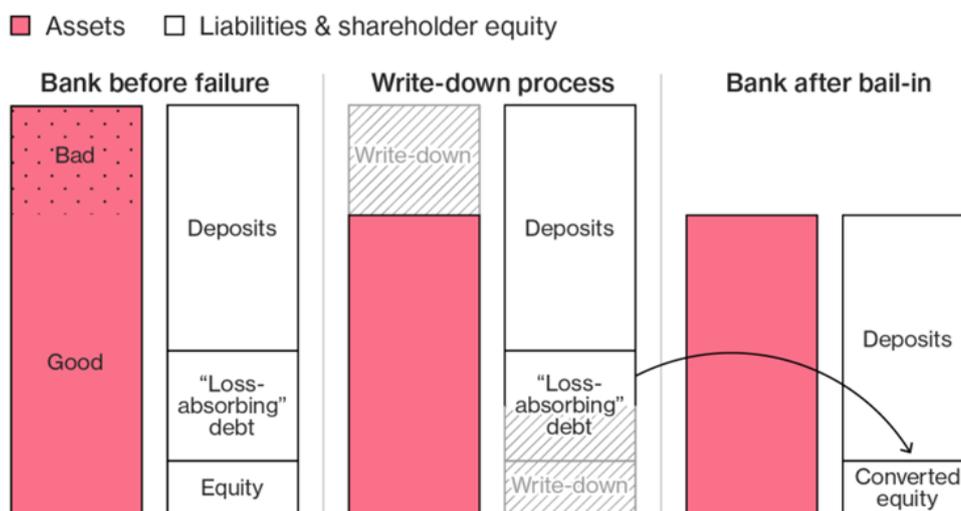
No obstante, tal y como se puede observar en la tercera etapa, en vez de quebrar el banco, son los propios acreedores (salvaguardando a los depositantes que se mantienen intactos) quienes se convierten en los nuevos accionistas de la sociedad. Es como si a cambio de condonar las deudas, los acreedores aceptaran recibir acciones de la propia sociedad.

³³⁰ Uno de cada 3 euros de los ahorros depositados en los bancos chipriotas pertenecían a los millonarios rusos.

Gráfico 13.1: Esquema del Rescate Bail-in.

How Bail-in Saves Banks

Depositors are protected, while some bondholders are wiped out or converted to equity



Fuente: Bloomberg

En la práctica los únicos acreedores que asumieron convertibilidad de sus deudas en acciones fueron quienes ostentaban cuentas de más de 100.000 euros (solamente el 4% de los clientes).

La idea era pasar del principio del rescate externo (Bail-Out), es decir el rescate por parte del Estado, que debe inyectar dinero en bancos con dificultades para asegurarse de que no quiebre, al principio del rescate interno (Bail-in) en el que son los accionistas y los inversores del banco quienes mantienen fondos para una primera línea de defensa.

Aplicar el bail-in durante la crisis financiera europea hubiera sido beneficioso ya que habría mitigado la carga financiera sobre los contribuyentes, asegurando que aquellos que asumieron riesgos, como los acreedores y accionistas, soportaran las pérdidas. Además, al proteger a los depositantes y mantener la estabilidad del sistema financiero sin recurrir a fondos públicos, se habría reducido el riesgo moral y promovido una mayor responsabilidad en la gestión bancaria, fomentando un entorno financiero más seguro y sostenible a largo plazo³³¹.

³³¹ POVEDA ANADÓN, R., "GLAC: más bail in y menos bail out", *Consejeros: la revista del buen gobierno y la responsabilidad corporativa*, núm 97, 2014, pp. 14 a 18.

14. CONCLUSIÓN

El diseño original de la Unión Monetaria Europea se efectuó sobre la base de una política monetaria única que convivía con el mantenimiento del resto de políticas económicas en manos de las autoridades nacionales. Se pensó que la exigencia de una serie de requisitos iniciales mínimos de convergencia macroeconómica a los países previa a la entrada en la UEM y la creación de unos mecanismos de coordinación de las políticas fiscales y estructurales nacionales que permitieran garantizar la estabilidad presupuestaria y favorecieran la aplicación de reformas, junto con las consecuencias beneficiosas que se derivarían de la propia creación de la moneda única, facilitarían un proceso de convergencia adicional entre las economías del área que, en último término, permitiría un funcionamiento suficientemente adecuado de la UEM.

No obstante, la crisis de la deuda soberana reveló múltiples carencias en el diseño original de la gobernanza de la eurozona. La debilidad en la implementación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, la falta de coordinación en las políticas económicas entre los Estados miembros y la ausencia de mecanismos eficaces de gestión de crisis fueron elementos que socavaron la estabilidad de la Unión. Estas deficiencias han sido abordadas a través de reformas significativas, como la extensión del PEC mediante el Pacto Fiscal, el Two Pack, la creación del Semestre Europeo, y el procedimiento de desequilibrios excesivos.

A pesar de estas reformas, las respuestas políticas en ambos lados del Atlántico difirieron significativamente. Estados Unidos abordó el doble problema de reformar los bancos y estimular la economía de forma conjunta utilizando la política monetaria y la política fiscal. La falta de un Banco Central Europeo con mandato para actuar como prestamista de última instancia para los gobiernos de la eurozona unido a la ausencia de un presupuesto federal de suficiente entidad que permitiese prestar apoyo mediante la política fiscal a los Estados necesitados, dejó a éstos en una posición vulnerable, obligándolos a financiarse en los mercados de deuda en condiciones desfavorables.

Aunque formalmente no se realizaron modificaciones explícitas en el mandato del BCE ni en la estructura fiscal de la eurozona, ambas limitaciones fueron hábilmente sorteadas. El programa OMT, implementado subrepticamente, permitió al BCE intervenir en la compra de deuda pública, asumiendo de facto el rol de prestamista de última instancia. Paralelamente, el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) emergió como un auténtico cortafuegos

financiero, funcionando en la práctica como un presupuesto federal que presta apoyo a los Estados en crisis, aunque sin declararlo abiertamente como tal.

La crisis financiera puso a prueba no solo la solidez del sistema político-institucional de la Unión, sino también el proceso de integración europea para la ciudadanía. El euro como moneda única no es exclusivamente una cuestión económica, sino que es un símbolo de identidad europea que ha contribuido al mayor periodo de paz en el viejo continente.

La crisis económica resultó siendo un campo de batalla por el futuro del sueño europeo, enfrentando a una Unión debilitada contra el resurgimiento del euroescepticismo y del nacionalismo, considerados sus peores enemigos. El verdadero peligro se encontraba en la debilitación de los vínculos sentimentales y de hermandad esenciales para constituir cualquier comunidad política.

Afortunadamente, el euro no solo sobrevivió, sino que emergió fortalecido, demostrando la firme voluntad política de los líderes europeos de luchar por su supervivencia. Esta resiliencia se debe, en gran parte, a la oportunidad que brindó la crisis. La historia nos enseña que las grandes crisis han sido en muchas ocasiones oportunidades valiosas para llevar a cabo importantes transformaciones políticas económicas y sociales. Así sucedió con el proceso de integración europea surgido entre las ruinas de la catástrofe que supuso la Segunda Guerra Mundial como medio para formar una situación de paz permanente e irreversible para recuperar de forma conjunta las economías destrozadas y contribuir a la consolidación de los sistemas democráticos.

Los países frugales adoptaron una postura solidaria, mientras que los Estados periféricos se sometieron a una disciplina presupuestaria que, en ausencia de la crisis, difícilmente habrían aceptado. La UE salió de la crisis con unas reglas económicas más estrictas que permiten afirmar que en este periodo se ha avanzado en el proceso de creación de una unión cada vez más estrecha, tal y como se afirma solemnemente en el preámbulo del TUE, desde su redacción inicial en Maastricht “resueltos a continuar el proceso de creación de una unión cada vez más estrecha”. La Unión Europea es la idea política que define a toda una generación, y se necesitará mucho más que una crisis económica para derrumbarla. El propio Jean Monnet ya advirtió en 1950 que Europa no se construirá de una vez, ni de acuerdo con un único plan general. Se establecerá a través de crisis, y el resultado será la suma de esas crisis.

Finalmente, la crisis ha evidenciado que la federalización de Europa parece ser, más que nunca, la única vía para enfrentar los desafíos globales que trascienden la capacidad de los Estados nacionales. Solo a través de una unión más profunda y cohesionada, Europa podrá mantener su relevancia en un mundo cada vez más desoccidentalizado, que demanda instituciones y respuestas globales capaces de abordar los complejos problemas que hoy afectan a la comunidad internacional.

15. BIBLIOGRAFÍA

ARRUGA OLEAGA, I., “Recapitalización directa de entidades financieras por el mecanismo europeo de estabilidad”, *Gobernanza y reforma internacional tras la crisis financiera y económica: el papel de la Unión Europea* de Francisco Aldecoa Luzárraga, Carlos R. Fernández Liesa y Montserrat Abad Castelos (dirs.), Mercedes Guinea Llorente y Jorge Tuñón Navarro (coords.), Marcial Pons, Madrid, 2014, pp. 437 a 444.

ÁLVAREZ, J; LUENGO, F & UXÓ, J., *Fracturas y crisis en Europa*, Clave Intelectual, Madrid, 2013.

CALVO VÉRGEZ, J., *La crisis de la deuda soberana en la eurozona (2010-2015)*, Dykinson, Madrid, 2017.

CAMARERO, M. & TAMARIT, C., “El SEBC y la política monetaria única”, *Economía de la Unión Europea* de Mariam Camarero y Cecilio Tamarit (Coords.), Aranzadi, Pamplona, 2023.

CAMARERO, M. & TAMARIT, C., “Gobernanza y políticas fiscales en la UEM”, *Economía de la Unión Europea* de Mariam Camarero y Cecilio Tamarit (Coords.), Aranzadi, Pamplona, 2023.

CAMARERO, M. & TAMARIT, C., “La Unión Monetaria Europea: antecedentes, situación actual y retos”, *Economía de la Unión Europea* de Mariam Camarero y Cecilio Tamarit (Coords.), Aranzadi, Pamplona, 2023.

CAMARERO, M. & TAMARIT, C., “La Unión Monetaria Europea: antecedentes, situación actual y retos”, *Economía de la Unión Europea* de Mariam Camarero y Cecilio Tamarit (Coords.), Aranzadi, Pamplona, 2023.

CELI, G; GINZBURG, A; GUARASCIO, D & SIMONAZZI, A., *La crisis de la eurozona: la brecha entre el norte y el sur de Europa*, RBA Libros, Barcelona, 2018.

DASÍ GONZÁLEZ, R. M., “El Pacto de Estabilidad y Crecimiento ante la crisis. Determinación y seguimiento del déficit público de los Estados miembros de la Unión Europea”, *Revista Española de Control Externo*, Vol. 13, Núm. 39, 2011, pp. 65 a 104.

DE GREGORIO MERINO, A., “El Derecho de la Unión y el Tratado de estabilidad, coordinación y gobernanza en la Unión Económica y Monetaria”, *Revista española de derecho europeo*, núm 45, 2013, pp. 27 a 60.

DELGADO-IRIBARREN GARCÍA-CAMPERO, M., “Reflexiones sobre el impacto de la crisis financiera y económica en el proceso de integración”, *La Unión Europea: de la crisis a la unión federal* de Miguel Martínez Cuadrado (dir.), Escolar y Mayo Editores, Madrid, 2016, pp. 169 a 181

GARCÍA, P & GORDO, E., “Los mecanismos de supervisión presupuestaria de la UEM”, *Boletín económico-Banco de España*, núm 3, 2016, pp. 47 a 60.

GRANELL TRÍAS, F., “La crisis y la reforma de la gobernanza económica del Euro”, *Gobernanza y reforma internacional tras la crisis financiera y económica: el papel de la Unión Europea* de Francisco Aldecoa Luzárraga, Carlos R. Fernández Liesa y Montserrat Abad Castelos (dirs.), Mercedes Guinea Llorente y Jorge Tuñón Navarro (coords.), Marcial Pons, Madrid, 2014, pp. 53 a 69.

GUINEA LLORENTE, M., “Efectos de la crisis en el modelo político europeo: más integración pero diferenciada”, *Gobernanza y reforma internacional tras la crisis financiera y económica: el papel de la Unión Europea* de Francisco Aldecoa Luzárraga, Carlos R. Fernández Liesa y Montserrat Abad Castelos (dirs.), Mercedes Guinea Llorente y Jorge Tuñón Navarro (coords.), Marcial Pons, Madrid, 2014, pp. 87 a 126.

HERNÁNDEZ DE COS, P., “El nuevo marco de gobernanza fiscal europeo”, *Papeles de economía española*, Núm. 141, 2014, pp. 66 a 83.

HEWITT, G., *The lost continent*, Alianza editorial, Madrid, 2010.

JOSÉ MENÉNDEZ, A., *De la crisis económica a la crisis constitucional de la Unión Europea*, Eolas Ediciones, León, 2012.

KEELLEY, B. & LOVE, P., *De la crisis a la recuperación: Causas, desarrollo y consecuencias de la Gran Recesión*, OECD Publishing, Paris, 2012

LÓPEZ ESCUDERO, M., “La nueva gobernanza económica de la Unión Europea: ¿Una auténtica unión económica en formación?”, *Revista de Derecho Comunitario Europeo*, núm. 50, 2015, pp. 361 a 433.

LUENGO, F., “Modelo alemán: represión salarial y competitividad”. *Papeles de Relaciones Ecosociales y Cambio Global*, 142, 2018, pp. 109 a 115.

MARTÍN Y PÉREZ DE NANCLARES, J., “El nuevo tratado de estabilidad, coordinación y gobernanza de la UEM: Reflexiones a propósito de una peculiar reforma realizada fuera de los tratado constitutivos”, *Revista de Derecho Comunitario Europeo*, núm. 42, 2012, pp. 397 a 431

MARTÍN Y PÉREZ DE NANCLARES, J., “El tratado de estabilidad, coordinación y gobernanza: Una respuesta jurídica heterodoxa para una situación económica excepcional”, *La Unión Europea: de la crisis a la unión federal* de Miguel Martínez Cuadrado (dir.), Escolar y Mayo Editores, Madrid, 2016, pp. 182 a 193.

MARTÍNEZ, ROLLAND, M., “Desequilibrios económicos externos en la zona euro y el futuro de la unión monetaria”, *La Unión Europea: de la crisis a la unión federal* de Miguel Martínez Cuadrado (dir.), Escolar y Mayo Editores, Madrid, 2016, pp.147 a 169.

MONROE LEWIS, M; RAMOS MENA, F. *La gran apuesta: Cómo un puñado de inversores jugaron a perder contra el mundo, y ganaron*, Mondadori, Barcelona, 2013.

MONTEAGUDO VALDEZ, M., “Reflexiones sobre la Crisis Financiera Internacional” *Revista Derecho & Sociedad* núm. 32, 2010 pp. 77 a 84.

MUNDELL, R. A., “A theory of optimum currency areas”, *American Economic Review*, núm. 51(4), 1961, pp. 657 a 665.

PASTOR PALOMAR, A., “El derecho internacional en los mecanismos de rescate de la zona euro”, *Gobernanza y reforma internacional tras la crisis financiera y económica: el papel de la Unión Europea* de Francisco Aldecoa Luzárraga, Carlos R. Fernández Liesa y Montserrat Abad Castelos (dirs.), Mercedes Guinea Llorente y Jorge Tuñón Navarro (coords.), Marcial Pons, Madrid, 2014, pp. 285 a 309.

POVEDA ANADÓN, R., “GLAC: más bail in y menos bail out”, *Consejeros: la revista del buen gobierno y la responsabilidad corporativa*, núm 97, 2014, pp. 14 a 18.

PUENTE REGIDOR, M., *La gobernanza económica de la UE. Retos y perspectivas de la UEME*, Aranzadi, Pamplona, 2012.

RANDOW, J. & SPECIALE, A., *Mario Draghi, el artífice: la verdadera historia del hombre que salvó el euro*, Barcelona, Deusto, 2021.

REINER, A., “La UE en la jurisprudencia del Tribunal Constitucional Federal Alemán en el periodo de la crisis financiera”, *La Unión Europea: de la crisis a la unión federal* de Miguel Martínez Cuadrado (dir.), Escolar y Mayo Editores, Madrid, 2016, pp. 193 a 201.

RODRÍGUEZ PRADA, G., *La crisis financiera y la gran recesión en Estados Unidos*, Editorial Universidad de Alcalá, Madrid, 2013.

SCWARZ, M., “A Memorandum of misunderstanding – The doomed road of the European Stability Mechanism and a possible way out: enhanced cooperation” *CMLRev.*, nº 51, 2014, págs. 389-424.

Soros insta a la UE a emitir bonos perpetuos para afrontar la crisis pospandemia. *EURACTIV*. <https://euroefe.euractiv.es/section/economia-y-empleo/news/soros-insta-a-la-ue-a-emitir-bonos-perpetuos-para-afrontar-la-crisis-pospandemia/>

TAGUAS COEJO, D., “*Cuatro bodas y un funeral*”, Barcelona, Deusto, 2014.

TAMANES GÓMEZ, R., “El proceso de la gran depresión comunitaria desde 2007 y los escenarios de la reconstrucción del sistema comunitario de la Eurozona”, *La Unión Europea: de la crisis a la unión federal* de Miguel Martínez Cuadrado (dir.), Escolar y Mayo Editores, Madrid, 2016, pp. 97 a 109.

The Economist. (2010, October 18). The Franco-German deal in detail. The Economist. <https://www.economist.com/charlemagne/2010/10/18/the-franco-german-deal-in-detail>

TORRERO MAÑAS, A., *Sobre la Crisis Financiera Internacional*, Instituto Universitario de Análisis Económico y Social Documento de Trabajo 01/2013, 2013.

U.S. Department of Housing and Urban Development. (1995). *The National Homeownership Strategy: Partners in the American Dream*. U.S. Government Printing Office.

URBANEJA CILLÁN, J., “El mecanismo europeo de estabilidad. Análisis a través de la jurisprudencia comunitaria en el asunto pringle”, *Anuario de la Facultad de Derecho. Universidad de Extremadura*, núm. 30, 2012-2013, pp. 123 a 159.

VILLAR BURKE, J., *Weathering the Storm: The Financial Crisis and the EU Response*, Business Expert Press, Nueva York, 2017.

WEBER CHRISTOPH, S., “La Euro Crisis: Causas y síntomas” *Estudios fronterizos*, núm. 16(32), 2016, pp. 150 a 172.

WIGMORE BARRIE, A., *The Financial Crisis of 2008: A History of US Financial Markets 2000–2012*, Cambridge University Press, Cambridge, 2021.