

LA REFORMA DE LA GOBERNANZA ECONÓMICA EN LA UEM

Este artículo ha sido elaborado por Juan Carlos Caballero, Pilar García Perea y Esther Gordo, del Servicio de Estudios.

Introducción

Las lecciones que se derivan de la crisis que comenzó en agosto de 2007 están impulsando cambios profundos en diversos ámbitos, entre los que destacan las reformas en la regulación y supervisión del sistema financiero, orientadas a restablecer los controles adecuados y a desarrollar políticas macroprudenciales que eviten la acumulación de riesgos sistémicos.

Desde una perspectiva más europea, la crisis ha supuesto también un desafío sin precedentes para la arquitectura institucional de la unión monetaria. Ya desde el proceso de su gestación, numerosos economistas habían señalado que una unión monetaria entre países con estructuras económicas tan diversas requería una coordinación reforzada en el resto de los ámbitos de la política económica. Por ello se diseñaron distintos mecanismos e instrumentos para coordinar y supervisar las políticas macroeconómicas, fiscales y de regulación y supervisión financiera que permanecían en manos de los Gobiernos nacionales.

Los acontecimientos desencadenados a partir de la crisis fiscal de Grecia en la primavera de 2010 revelaron fragilidades estructurales en los instrumentos de coordinación y supervisión existentes, que permitieron la acumulación de desequilibrios que no se supieron detectar y corregir a tiempo y que terminaron por poner en peligro la estabilidad de la zona del euro. De un lado, las limitaciones del Pacto de Estabilidad y Crecimiento para promover la disciplina fiscal. De otro, la insuficiente atención prestada a los desequilibrios macrofinancieros que estaban acumulando algunas economías. A ello se añadió la ausencia de mecanismos formales para solventar crisis como las experimentadas por Grecia e Irlanda, que han requerido asistencia financiera por parte del resto de países del área en conjunción con el FMI. Y todo ello en un contexto de integración comercial y financiera de dimensiones sin precedentes, que ha elevado al máximo la velocidad y la potencia con que las dificultades se propagan de unas economías a otras, haciendo que el riesgo específico de insolvencia de una de ellas pueda transformarse rápidamente en dificultades para el conjunto del área.

Para solventar estas lagunas, en la primavera de 2010, los jefes de Estado y de Gobierno de la UE decidieron establecer un grupo de trabajo, conocido como «Grupo Especial de Van Rompuy», al que se le encargó consensuar propuestas para una reforma de la gobernanza que tuviera como objetivo una coordinación más efectiva de las políticas económicas para incrementar la consistencia entre los países del área y que permitiera detectar con suficiente antelación la gestación de desequilibrios que puedan suponer un riesgo para la estabilidad financiera del área. El Grupo también tenía que analizar la conveniencia y el diseño de un mecanismo permanente para la gestión de crisis en aquellos casos en los que, pese a los mecanismos reforzados de prevención de riesgos, estos terminaran materializándose. El informe final de este Grupo, elaborado a partir de propuestas iniciales de la Comisión Europea, se hizo público el 21 de octubre de 2010 y fue aprobado por los jefes de Estado y de Gobierno de la UE los días 28 y 29 de octubre. En los meses posteriores, se han ido adoptando decisiones que cumplimentan y definen algunos aspectos y detalles de la reforma, aunque este todavía es un proceso abierto y tomará algún tiempo completarlo.

En este artículo se revisan de forma crítica los avances realizados hasta el momento en el proceso abierto de reforma de la gobernanza. Tras esta introducción, en el segundo epígrafe

Una visión retrospectiva del diseño de la gobernanza económica en la UEM

se ofrece una visión retrospectiva del diseño de la gobernanza europea desde sus orígenes hasta el momento previo a la crisis. En el tercero, se describen los principales fallos detectados durante el período de turbulencias financieras. En el apartado cuarto se detallan los aspectos que aborda la reforma actual de la gobernanza. En la última sección se presentan algunas conclusiones.

El debate que precedió a la aprobación del proyecto de Unión Monetaria Europea reflejó un cierto escepticismo en algunos ámbitos, académicos, principalmente, acerca de la viabilidad de una unión monetaria entre países con estructuras económicas relativamente dispares entre sí y alejadas de los criterios o requisitos que, según la teoría de las áreas monetarias óptimas, deberían cumplir los países que forman parte de una unión monetaria, que pueden resumirse en: una elevada movilidad de factores, una flexibilidad de precios y salarios suficiente, y la existencia de un presupuesto común de dimensiones adecuadas para transferir fondos a las regiones afectadas por choques asimétricos. Por ello, desde un primer momento se hizo evidente que la introducción del euro y de la política monetaria única —cedida a una entidad supranacional independiente (el BCE)— debía llevar aparejada la implementación de mecanismos para coordinar y supervisar el resto de las políticas macroeconómicas que iban a permanecer bajo la responsabilidad de las autoridades nacionales.

Esta necesidad se justifica no solo por la conveniencia de imprimir unos principios comunes a las políticas económicas dentro de un área monetaria, sino también por la existencia de externalidades y vías de interdependencia que, si no se tienen en cuenta a la hora de establecer los objetivos nacionales, podrían conducir a situaciones subóptimas. Por ejemplo, una expansión fiscal en una economía de tamaño elevado genera efectos positivos sobre las exportaciones del resto de los países, pero también puede presionar al alza sobre la inflación y sobre los tipos de interés del conjunto del área [véase Van der Noord et ál. (2008)].

La gobernanza económica del área del euro se diseñó respetando el principio de subsidiariedad —los Gobiernos son soberanos en el diseño de las políticas económicas distintas de la monetaria¹—, pero reconociendo la necesidad de establecer al mismo tiempo instrumentos y mecanismos que garantizaran el grado de coordinación necesario para conseguir un entorno macroeconómico estable. Con todo, las distintas políticas quedaron sujetas a grados de coordinación muy diversos², que, a la luz de los acontecimientos recientes, han resultado claramente insatisfactorios.

Así, para la coordinación de las políticas fiscales en la UEM se introdujo un marco normativo, el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC), que engloba un conjunto de reglas y procedimientos orientados a garantizar la disciplina presupuestaria de los Estados miembros. A grandes rasgos, este esquema de coordinación cuenta con una vertiente preventiva que pretende que los países mantengan superávits o situaciones presupuestarias próximas al equilibrio a medio plazo, tratando de impedir la aplicación de políticas presupuestarias pro-cíclicas, y una vertiente correctiva, que se traduce en la obligación de los Estados miembros de evitar déficits públicos excesivos —aquellos que superen el umbral del 3% del PIB— y una deuda pública superior al 60% del PIB. El incumplimiento de estos valores de referencia y de las recomendaciones para corregirlos puede desembocar en la aplicación de sanciones. La

1. Aunque tampoco faltaron propuestas, procedentes en su mayor parte de Francia, que abogaban por la existencia de un Gobierno económico que, ante cualquier desafío, plantease respuestas de política económica comunes. 2. En el artículo 99 del Tratado de la Unión se establece que los Estados miembros considerarán sus políticas económicas como una cuestión de interés común y las coordinarán en el seno del Consejo, recogiendo la importancia de las externalidades e interdependencias. Véase Sapir et ál. (2003), para un análisis detallado de los diferentes esquemas de coordinación a que están sujetas las distintas políticas (comercial, agraria, etc.).

Comisión Europea es la encargada de supervisar la aplicación del PEC, aunque las decisiones finales sobre la apertura de procedimientos y las recomendaciones se han adoptado por mayoría cualificada en el ECOFIN (formado por los ministros de Economía de los Estados miembros de la UE).

Para la coordinación de las políticas estructurales y macroeconómicas se introdujo un esquema menos estricto. El principal instrumento de coordinación lo constituían las denominadas Orientaciones Generales de Política Económica (OGPE), que establecen las prioridades de política económica para la zona del euro tratando de otorgar coherencia a las medidas adoptadas por los distintos países. La supervisión de su cumplimiento se basa en el principio de aprendizaje mutuo, a través del intercambio de experiencias e información, y la «presión entre pares»³. En este esquema de coordinación quedó enmarcada la estrategia de Lisboa, lanzada en el año 2000 para impulsar los procesos de reforma estructural con la fijación de objetivos a nivel europeo y que incorpora una revisión periódica de los avances realizados mediante el establecimiento de un conjunto de indicadores y valores de referencia. Con todo, estas prácticas de coordinación han mantenido un carácter más laxo que la supervisión fiscal, lo que en la práctica ha limitado mucho su efectividad⁴.

Este diseño desigual de los procedimientos de coordinación de las políticas fiscales y macroeconómicas reflejaba el triunfo de una corriente de pensamiento representada principalmente por Alemania, que ponía el énfasis en la necesidad de establecer los instrumentos necesarios para garantizar la disciplina fiscal de los Estados miembros, como requisito esencial para preservar la estabilidad de precios y el funcionamiento adecuado de la UEM [véase Pisani-Ferry (2006)]. El argumento que subyace a esta postura es que la introducción del euro podría debilitar los incentivos para mantener unas políticas fiscales disciplinadas a través de dos vías: por un lado, la pertenencia a una unión monetaria puede potenciar los efectos sobre la actividad asociados a una expansión fiscal, ya que el aumento de la demanda nacional no se vería atenuado por la apreciación del tipo de cambio que se produciría de mantener la moneda nacional, lo que introduciría un sesgo expansivo en la política fiscal. Por otro, las autoridades nacionales pueden percibir que, si su falta de disciplina acaba generando dificultades financieras, recibirán asistencia financiera del resto de los miembros de la unión.

En cambio, en el caso de las políticas estructurales, predominaba la visión de que la propia existencia de una unión monetaria y el aumento de la competencia que conlleva actuarían como catalizador de los procesos de reforma (el argumento conocido como TINA o *There is no alternative*), evitando una acumulación excesiva de desequilibrios. Además, la ausencia del tipo de cambio hace que el buen funcionamiento de una unión monetaria ante cualquier perturbación dependa en buena medida de la capacidad de ajuste interno de cada país, lo que debería haber propiciado un avance en las reformas encaminadas a aumentar la flexibilidad y la capacidad de ajuste ante *shocks*, para evitar «quedarse rezagado». Por último, a diferencia de lo que sucede con las políticas fiscales, la evidencia empírica señalaba que los efectos de desbordamiento o *spillovers* relacionados con las reformas estructurales eran muy limitados [Everaert y Schule (2006)]. En consecuencia, en este caso, no se establecieron mecanismos estrictos de coordinación y supervisión y resultó insuficiente el grado de atención que se prestó a los desequilibrios y divergencias macroeconómicas que se iban generando entre los países de la zona del euro.

3. Este proceso se ve reforzado por la posibilidad de que el ECOFIN formule recomendaciones, de acuerdo con el artículo 99.4 del tratado. 4. Son muchos los autores que opinan que las OGPE eran muy numerosas y tenían un carácter demasiado general como para constituir un referente apropiado en el diseño de la política económica [Pisani-Ferry (2006)].



FUENTE: Eurostat.

¿Cómo ha resistido este esquema de gobernanza durante la crisis financiera internacional?

La crisis ha puesto de manifiesto las carencias del PEC para promover de forma suficiente la disciplina fiscal. El escaso compromiso que han mostrado algunos Gobiernos y los fallos en la vigilancia por parte de las autoridades europeas posibilitaron, por ejemplo, que Grecia y otras economías incumpliesen de manera reiterada los compromisos adquiridos (véase gráfico 1).

Los problemas con el funcionamiento del PEC no son, sin embargo, una novedad. En su diseño inicial, el PEC constituía un conjunto de reglas más simple que el actual, cuya aplicación tenía un carácter semiautomático, aunque el Consejo (formado por los ministros de Economía de la UE) se reservaba la decisión última sobre la imposición de sanciones. Pero esto no evitó que desde su nacimiento, en 1997, fuera objeto de numerosas críticas y propuestas de reforma procedentes en su mayor parte del mundo académico [Fischer et ál. (2006)]. Unos criticaban el insuficiente automatismo y la falta de credibilidad del régimen de sanciones [Uhlig (2002)], alineándose con la idea original formulada por el ministro de Economía alemán Theo Waigel en 1995, que reclamaba la necesidad de un Pacto de disciplina fiscal donde, de manera automática, se aplicasen sanciones a los países que superasen el límite de déficit del 3% del PIB. Otros, en cambio, reclamaban que el Pacto pusiera más énfasis en la sostenibilidad a largo plazo de las finanzas públicas, dejando margen de maniobra para el empleo de la política fiscal como elemento de estabilización a corto plazo [Pisany-Ferri (2002)].

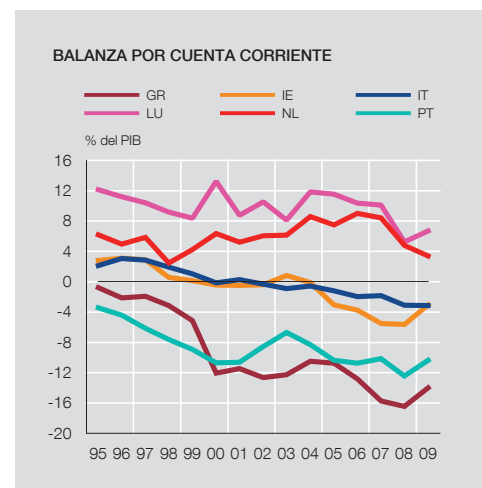
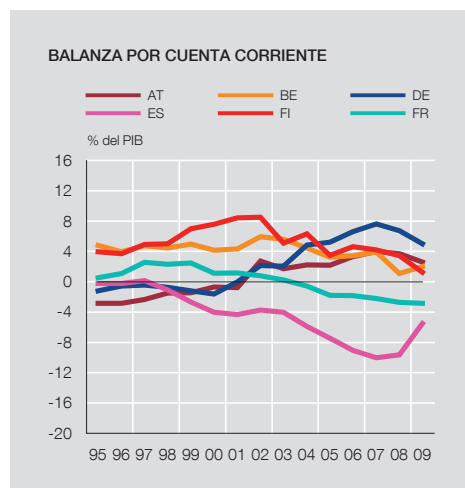
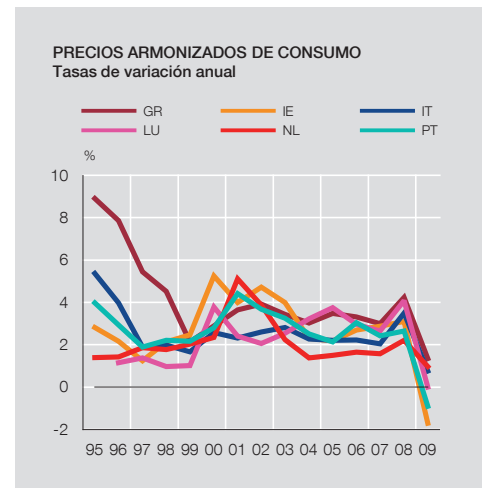
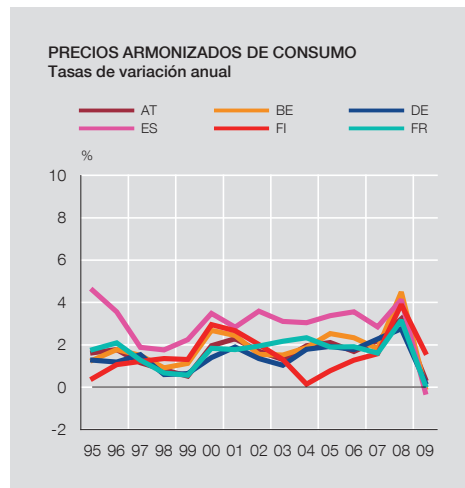
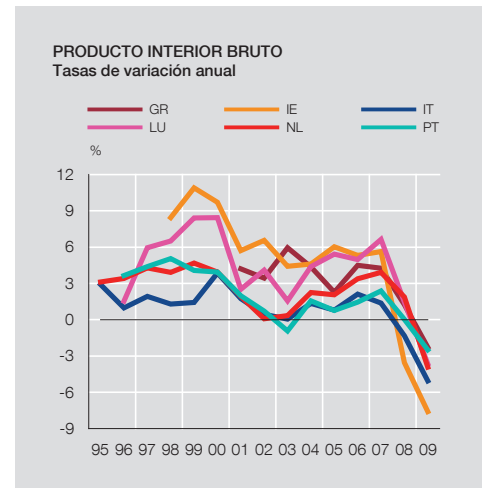
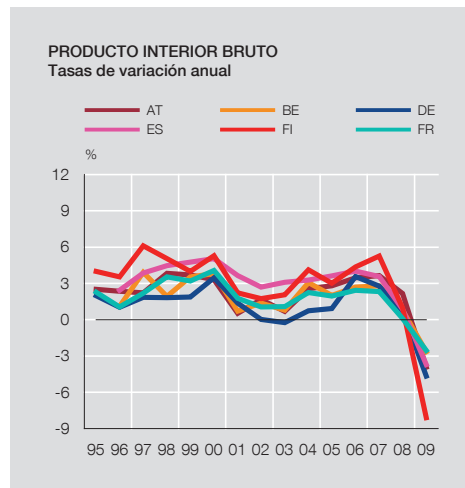
En este contexto, en noviembre de 2003 el Pacto se situó ante una encrucijada por la falta de consenso entre la Comisión y el Consejo acerca del establecimiento de sanciones a Francia y a Alemania, que, a pesar de ser las grandes potencias impulsoras del PEC, habían incumplido los compromisos adquiridos y mostraban una escasa voluntad para aplicar las reglas establecidas. Todo ello derivó en la reforma de 2005, que introdujo una mayor flexibilidad en la aplicación del PEC, mediante la introducción de atenuantes y eximentes, basados en circunstancias económicas, para los países que rebasen el 3% de déficit; la ampliación de los plazos para corregir desequilibrios presupuestarios y la reafirmación del papel del Consejo a la hora de imponer las sanciones [Coeuré y Pisani-Ferry (2005) y Buti et ál. (2005)]⁵.

En consecuencia, el marco adquirió un carácter más flexible. Es evidente que esta mayor flexibilidad permitió, por ejemplo, acomodar las políticas fiscales expansivas que aplicaron los Gobiernos como parte de su respuesta ante la crisis económica y financiera y que estaban amparadas y coordinadas a nivel europeo por el Plan Europeo de Recuperación Económica. Pero no lo es menos que el mayor grado de discrecionalidad hizo que el éxito del PEC dependiera cada vez más de la voluntad de los Gobiernos a la hora de respetar las reglas acordadas. Como se puede apreciar en el gráfico 1, numerosos países superaron los valores de referencia establecidos para el déficit y la deuda desde la introducción del euro, sin que ello derivase en la aplicación de las sanciones contempladas en el PEC.

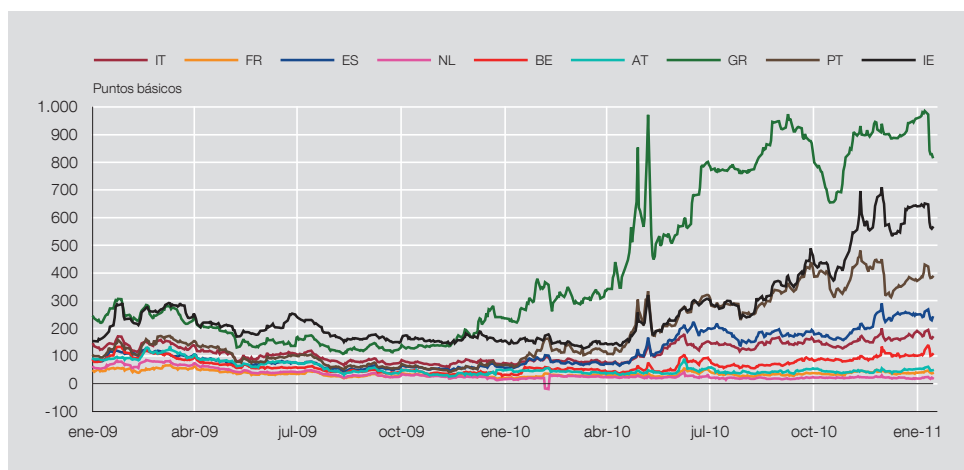
Otra de las lecciones aprendidas durante los años de vigencia del euro es que los esquemas de coordinación diseñados para el resto de las políticas macroeconómicas no han sido muy efectivos a la hora de impulsar reformas estructurales de alcance y garantizar la consistencia de las políticas económicas de los distintos Estados miembros. Así, lejos de converger hacia estructuras económicas similares, tal y como propugnaba la literatura sobre la endogeneidad de las áreas monetarias [Frenkel y Rose (1996)], las economías de la zona del euro han ido acumulando divergencias en el comportamiento de las principales variables macroeconómicas (véanse gráficos 1 y 2).

En principio, la existencia de diferencias en las tasas de crecimiento del PIB o de los precios y la evolución divergente de los saldos por cuenta corriente no tienen por qué ser necesariamente indicativas de un funcionamiento inadecuado de la unión. Muy al contrario, en una unión monetaria el principal mecanismo de ajuste ante *shocks* asimétricos o ante *shocks* comunes con efectos asimétricos es el canal de competitividad, cuya activación justifica la existencia de divergencias durante el proceso de transición hacia el nuevo equilibrio. Por ejemplo, si un país registra un *shock* positivo de demanda, sus precios y costes tenderán a mostrar mayores tasas de crecimiento que los del resto de los países de la unión, lo que se traducirá en una apreciación de su tipo de cambio real, que acabará restringiendo sus exportaciones netas y moderando el crecimiento. La rapidez con la que actúa este mecanismo de ajuste y, por tanto, la persistencia de esas diferencias están íntimamente ligadas a la flexibilidad y la capacidad de ajuste de la economía. Además de estas diferencias transitorias relacionadas con el proceso de ajuste ante perturbaciones, los procesos de convergencia real podrían justificar también la existencia de diferencias en los crecimientos de precios y salarios mediante el denominado «efecto Balassa-Samuelson», que, en esencia, establece que aquellos países en los que se observan grandes diferencias en las tasas de crecimiento de la productividad, debidas, por ejemplo, a un proceso de convergencia de los niveles de renta, mostrarán también, por lo general, tasas de inflación más elevadas.

5. La reforma afecta tanto a la parte preventiva del Pacto como a la correctiva. En el primer caso, se adaptan los objetivos presupuestarios de medio plazo a las condiciones nacionales. Asimismo, se condicionan el ritmo y el grado de ajuste hacia dicho objetivo de medio plazo en función de la evolución cíclica de la economía y se permiten desviaciones en el caso de introducir reformas estructurales. En cuanto a la parte correctiva, los cambios tienden a flexibilizar las condiciones que permiten calificar un déficit por encima del 3% como no excesivo, así como los plazos de corrección de dichos déficits.



FUENTE: Eurostat.



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

Pero no se puede negar que las divergencias observadas en la zona del euro reflejaban también otras fuerzas tendentes al desequilibrio a las que no se ha prestado suficiente atención. Así, en algunas economías se produjo un exceso de optimismo sobre las expectativas de renta futura, que llevó a establecer una senda de gasto inadecuada, elevando los desequilibrios por cuenta corriente y los niveles de endeudamiento privado hasta niveles excesivos, provocando un deterioro notable de la competitividad y alimentando incrementos en los precios de algunos activos financieros superiores a los justificables en función de sus determinantes fundamentales [Campa y Gavilán (2006)]. El aumento de la integración financiera facilitó la financiación de esos planes de gasto, en un contexto de infravaloración de riesgos. En otras economías del área se acumularon superávits por cuenta corriente que reflejaban una notable contención del gasto, debido a la moderación salarial aplicada, así como a una debilidad estructural de la demanda interna.

Como la crisis actual ha revelado, la acumulación de unos niveles excesivos de deuda pública y privada puede dar lugar a procesos drásticos de reevaluación del riesgo que terminen por restringir la capacidad de los agentes económicos, Gobiernos incluidos, para financiarse en los mercados a tipos de interés razonables. Dado el grado de integración alcanzado, los riesgos específicos de un país pueden adquirir un carácter sistémico que llegue a afectar la estabilidad financiera del área del euro en su conjunto. La ausencia de reglas o instrumentos preestablecidos para afrontar estas situaciones ha contribuido a aumentar la volatilidad y la incertidumbre de los mercados hasta niveles muy elevados (véase gráfico 3). De ahí la necesidad de contar con un esquema permanente de resolución de crisis que permita instrumentar de forma rápida y transparente la asistencia financiera a países que lo puedan requerir, sin tener que improvisar soluciones de emergencia como las adoptadas en mayo de 2010, cuyo plazo de vigencia es limitado.

La nueva estrategia de la UE

La Comisión Europea ya se había manifestado a favor de llevar a cabo una reforma de la gobernanza en su análisis sobre los 10 años de vigencia del euro [Comisión Europea (2008)], donde reclamaba la mejora de los mecanismos de coordinación y supervisión fiscal y de los desequilibrios macroeconómicos y de competitividad. Pero han sido la crisis y sus consecuencias las que han propiciado avances importantes en diferentes ámbitos.

Por un lado, la gobernanza europea se verá impulsada por el «semestre europeo», que entra en funcionamiento el 1 de enero de 2011. Durante los seis primeros meses del año, el Conse-

jo Europeo identificará los principales desafíos económicos y asesorará a los países sobre las políticas estratégicas que deban adoptar. El semestre europeo permitirá realizar un debate a nivel europeo antes de que los países elaboren los presupuestos y los programas de reforma nacionales y se espera que los Gobiernos, al presentar el proyecto de presupuesto al Parlamento Nacional, incluyan las recomendaciones de la Comisión. Por otro lado, la nueva estrategia «Europa 2020», dirigida a aumentar el potencial de crecimiento europeo, va a suponer la introducción de nuevos instrumentos encaminados a mejorar la gobernanza europea. En concreto, la novedad más importante es que, a propuesta de la Comisión, se abordarán un conjunto de iniciativas emblemáticas⁶ a nivel europeo —y no por países—. Dichas iniciativas irán dirigidas a apoyar los esfuerzos de reforma por parte de los países.

Pero ha sido en el Consejo Europeo de primavera de 2010, tras la crisis de Grecia, cuando los jefes de Estado y de Gobierno de la UE han alcanzado mayores compromisos para impulsar una nueva estrategia basada en una coordinación más eficaz de las políticas económicas, introduciendo unos esquemas de actuación más estrictos. Con este fin pusieron en marcha un Grupo Especial de Trabajo formado por los ministros de Economía de los países de la UE, la Comisión Europea y el BCE, y dirigido por Herman Van Rompuy, presidente del Consejo Europeo, que tenía como propósito principal abordar una reforma profunda de la gobernanza, sin modificar aspectos fundamentales del Tratado de la UE que hubieran requerido un proceso de aprobación largo y costoso. El conjunto de recomendaciones contenidas en el informe final del Grupo de Trabajo, publicado el pasado 21 de octubre, constituye, junto con las propuestas que al respecto ha realizado la CE, el primer peldaño de un proceso; en dicho proceso todavía quedan pendientes de concretar numerosos aspectos técnicos, y deberá culminar antes del verano de 2011 con la elaboración de las correspondientes propuestas legislativas, que serán revisadas y, en su caso, aprobadas por el Consejo y el Parlamento europeo, de acuerdo con sus respectivas competencias.

Las propuestas de la Comisión Europea y del Grupo de Trabajo se pueden clasificar en tres grandes apartados: las encaminadas a mejorar la supervisión y el cumplimiento de los objetivos de la política fiscal; las destinadas a ampliar el perímetro de la supervisión de las políticas económicas no monetarias para incluir los desequilibrios macroeconómicos y de competitividad, y, finalmente, el diseño de un mecanismo permanente para la gestión de crisis⁷.

MAYOR DISCIPLINA FISCAL:
FORTALECIMIENTO DEL PACTO
DE ESTABILIDAD Y CRECIMIENTO

La reforma parte de la premisa de que el PEC continúa proporcionando un marco normativo apropiado para asegurar la disciplina fiscal, aunque requiere un conjunto de modificaciones para mejorar su implementación. Entre los principales cambios, la reforma otorga una mayor relevancia al criterio de la deuda pública, tanto en la definición de los objetivos presupuestarios como en los procedimientos de vigilancia y sanción, reconociendo la relevancia de esta variable para la sostenibilidad de las finanzas públicas. Además, se introducen sanciones políticas y financieras, tanto en la vertiente preventiva del Pacto como en la vertiente correctiva. Con carácter general, las sanciones se aplicarán por el mecanismo del voto inverso, lo que supone que se impondrán automáticamente a propuesta de la Comisión, a menos que una mayoría cualificada de los países las rechace dentro de un plazo determinado. De este modo se refuerza el papel de la Comisión, aumentando la automaticidad y la credibilidad del régimen de sanciones. En tercer lugar, se promueve la contribución más eficaz de los marcos fiscales nacionales al logro de la disciplina presupuestaria mediante el establecimiento de unos requisitos mínimos que deben cumplir esos marcos antes de que finalice 2013. Finalmente, se

6. Las iniciativas emblemáticas que se abordarán a nivel europeo se refieren a los campos de reformas estructurales, innovación e I+D, energía y cambio climático, empleo, educación e inclusión social. 7. El informe del Grupo de Trabajo presenta propuestas en dos áreas adicionales: el fortalecimiento de las instituciones y profundización y ampliación de la coordinación.

establecen mecanismos para mejorar la calidad de los datos estadísticos, al considerar que esta resulta imprescindible para asegurar una aplicación efectiva de las medidas propuestas, tal y como demuestra el caso de Grecia.

Más concretamente, en la vertiente preventiva, la reforma trata de evitar comportamientos procíclicos de la política fiscal y que los posibles aumentos de ingresos extraordinarios (asociados por ejemplo a un *boom* inmobiliario) se dediquen a financiar incrementos del gasto. Para ello se introduce un nuevo concepto de lo que se considera una Política Fiscal Prudente (PFP), que básicamente propone que el crecimiento anual del gasto no exceda el «crecimiento prudente del PIB a medio plazo», o incluso que sea claramente inferior en el caso de que no se hayan alcanzado los Objetivos Presupuestarios de Medio Plazo (OMP). Únicamente podrán exceder esa referencia los países que hayan alcanzado sobradamente sus OMP o si el exceso del gasto se compensa con aumentos discrecionales de ingresos. También se propone una senda de ajuste más rápida hacia los OMP para los países que presentan un nivel de deuda superior al 60% del PIB o riesgos elevados en términos de sostenibilidad de la deuda. Los detalles técnicos de estas propuestas, no obstante, están aún pendientes de concretar.

La aparición de desviaciones significativas pondrá en marcha un mecanismo que contempla en primera instancia sanciones políticas y de reputación, pero que puede concluir con la aplicación de sanciones financieras. La apertura de esta posibilidad en la vertiente preventiva del PEC constituye una importante novedad, que trata de evitar el problema existente en el anterior marco de que las eventuales sanciones solo se podían imponer en una etapa muy tardía del proceso, lo que debilitaba su carácter disuasorio y podría resultar contraproducente, al agravar una situación financiera posiblemente ya deteriorada (véase cuadro 1). Tras la reforma, si un país, incluso con un déficit inferior al 3%, se apartase significativamente de la trayectoria de ajuste fiscal prevista y no corrigiese la desviación, la Comisión realizaría un aviso y, en el plazo de un mes, el Consejo haría una recomendación. Si el país en cuestión no respondiera con eficacia a las recomendaciones del Consejo en un plazo de cinco meses, se aplicarían las sanciones financieras, en forma de depósito con intereses. Este plazo quedaría reducido a tres meses si la Comisión considerase que la situación es particularmente grave y es necesaria una acción urgente. La sanción propuesta por la Comisión se adoptará por la regla de mayoría inversa, mencionada anteriormente.

En la vertiente correctiva, por su parte, se otorga también una mayor relevancia al criterio de la deuda pública, de tal forma que, si la ratio deuda pública/PIB es superior al 60% y no se está reduciendo de un modo considerado satisfactorio, ello sería motivo para la apertura de un procedimiento de déficit excesivo (PDE) o para evitar el cierre de un procedimiento ya abierto, aunque el déficit público sea inferior al 3% del PIB. En este caso, queda también pendiente de establecer un criterio cuantitativo más preciso para determinar lo que se entiende por reducción satisfactoria de la ratio de deuda⁸.

Por lo que respecta a las sanciones, la apertura del PDE implicará que, si el país en cuestión ya ha sido sancionado con la imposición de un depósito remunerado, este deje de remunerarse. Si el país no ha sido sancionado con la imposición de un depósito remunerado, el inicio del PDE dará lugar a una recomendación del Consejo con las actuaciones que deben realizarse en un plazo prefijado. En el caso de que las desviaciones fueran de especial gravedad,

8. La Comisión propone que se considere que una deuda respecto al PIB por encima del 60% se está reduciendo suficientemente si su distancia con respecto al 60% del valor de referencia del PIB se ha reducido en los últimos tres años a una tasa del orden de una vigésima parte por año. Pero añade que el incumplimiento de este punto de referencia numérica no es, sin embargo, suficiente para que el país en cuestión se coloque necesariamente en situación de déficit excesivo.

PROCEDIMIENTO ACTUAL	RECOMENDACIONES DEL GRUPO DE TRABAJO
Sanciones del brazo preventivo del Pacto de Estabilidad y Crecimiento	
En caso de desviación de la senda de ajuste: - Aviso de la Comisión. - El Consejo podrá emitir una recomendación fijando un plazo para la corrección de la desviación.	En caso de desviación de la senda de ajuste: - Aviso de la Comisión. - Recomendación del Consejo (en un mes) fijando un plazo para la corrección de la desviación. - Sanción en forma de depósito remunerado si no se toman acciones apropiadas en un plazo de cinco meses (tres en casos graves).
Sanciones del brazo correctivo del Pacto de Estabilidad y Crecimiento	
Cuando un Estado miembro es situado en Procedimiento de Déficit Excesivo (PDE), se fija un plazo de seis meses para tomar acciones que corrijan la situación (art. 126.6).	Cuando un Estado miembro es situado en PDE, existen dos posibilidades: - Si el Estado ya ha sido sometido a sanciones del brazo preventivo del PEC, se impondrá inmediatamente una sanción en forma de depósito no remunerado. - En caso contrario, el Consejo adoptará una recomendación fijando un plazo para tomar acciones efectivas. En situaciones particularmente serias, se podrán aplicar sanciones de modo inmediato.
Si no se han realizado acciones en el plazo señalado, el Consejo hará pública su recomendación (art. 126.8). También podrá realizar un aviso al Estado en cuestión para que tome medidas para reducir el déficit (art. 126.9).	Si no se realizan acciones en el plazo señalado, se aplicará una multa.
Si el Estado incumple las recomendaciones del Consejo de modo reiterado, el Consejo podrá aplicar sanciones (art. 126.11).	Si el Estado incumple las recomendaciones del Consejo de modo reiterado, la multa será incrementada e incluirá un componente variable ligado al nivel del déficit.
Procedimiento de toma de decisiones	
Todas las decisiones se toman por el Consejo, con base en las recomendaciones de la Comisión, bajo la regla de mayoría normal cualificada.	Las decisiones previstas en el Tratado se tomarán de acuerdo con las reglas de votación actuales. Todas las decisiones del nuevo régimen de sanciones basado en el artículo 136 del Tratado se tomarán de acuerdo con la regla de mayoría inversa cualificada.
Supervisión macroeconómica	
En caso de que las políticas económicas de un Estado miembro no se hallen en línea con las Grandes Orientaciones de Política Económica, o bien puedan suponer una amenaza para el adecuado funcionamiento de la UEM: - Aviso de la Comisión. - El Consejo puede emitir una recomendación fijando un plazo para corregir la desviación. (No existe un conjunto de indicadores señalado en los que basar la valoración).	Se utilizará un mecanismo de alerta basado en un conjunto de indicadores económicos para realizar el seguimiento y valoración de los desequilibrios y vulnerabilidades macroeconómicas. En caso de que las políticas económicas de un Estado miembro no se hallen en línea con las Grandes Orientaciones de Política Económica, o bien puedan suponer una amenaza para el adecuado funcionamiento de la UEM: - Aviso de la Comisión. - En caso de desequilibrios particularmente graves, el Consejo situará al país en «posición de desequilibrio excesivo», con una recomendación para corregir los desequilibrios. - Aumento de los requerimientos de información. - En caso de incumplimiento reiterado de las recomendaciones, se aplicarán sanciones a los Estados miembros de la UEM.

FUENTE: Comisión Europea.

las sanciones financieras se podrían aplicar de inmediato, sobre la base de una recomendación de la Comisión. Por último, en el caso de que el Consejo decida que un país no ha tomado medidas efectivas para reducir el déficit excesivo dentro del plazo establecido, se aplicará una multa. El incumplimiento reiterado de las recomendaciones dará lugar a una multa de cuantía superior, que incluirá un componente variable relacionado con el nivel de déficit. Cabe destacar que esta última es la única de las sanciones propuestas que requeriría una mayoría cualificada del Consejo, ya que el resto se adoptarían por el mecanismo de votación inversa. No obstante, hay que señalar que en la etapa previa a la imposición de las sanciones (esto es, la valoración de si las desviaciones son o no significativas) las decisiones relevantes siguen correspondiendo al Consejo y adoptándose por mayoría cualificada.

Por otra parte, la reforma considera que el reforzamiento de los marcos fiscales nacionales es un requisito esencial para mejorar la disciplina fiscal y garantizar el cumplimiento del Pacto. El

fundamento de esta propuesta descansa en el convencimiento, reforzado por distintos resultados empíricos, de que las reglas e instituciones nacionales tienen una influencia significativa sobre la situación y evolución de las finanzas públicas [véase, por ejemplo, Wyplosz (2002), que propone una descentralización del Pacto consistente en trasladar los compromisos de este a los respectivos marcos nacionales]. El Grupo Especial propone un enfoque a dos niveles, incluyendo en el primero un conjunto de requisitos mínimos que los países deberán introducir antes de que finalice 2013 y, en el segundo, un conjunto de normas adicionales no vinculantes.

Entre los requisitos mínimos se exige que los principios contables, las cuestiones estadísticas y las prácticas de previsión presupuestaria sean coherentes con las normas europeas para facilitar la transparencia y el seguimiento de la evolución presupuestaria. Se recomienda también la adopción de una perspectiva fiscal de planificación plurianual, con el fin de garantizar el logro de los objetivos de medio plazo establecidos, y el establecimiento de reglas fiscales numéricas que reflejen los compromisos del PEC. Los países deben garantizar que estas características se aplican a todos los subsectores de las Administraciones Públicas. En este contexto, uno de los avances más relevantes es la recomendación de proporcionar información de calidad y con una frecuencia mensual, tanto del Gobierno central como de los regionales y locales, ya que permitiría un conocimiento más temprano sobre la ejecución presupuestaria de los países.

El segundo nivel incluye criterios adicionales no vinculantes, entre los que destaca la conveniencia de introducir agencias fiscales independientes para la supervisión de la evolución y de las políticas presupuestarias.

Por último, para conseguir una aplicación efectiva de las medidas propuestas es imprescindible basarse en estadísticas de calidad, y para ello el Consejo ha aprobado un reglamento para reforzar las competencias de control de Eurostat, en el que se contempla, incluso, la aplicación de sanciones para los países que no tengan en cuenta el carácter vinculante del «Código de buenas prácticas de las estadísticas europeas».

UN NUEVO MECANISMO
DE VIGILANCIA DE LOS
DESEQUILIBRIOS
MACROECONÓMICOS

Entre las novedades más importantes de las propuestas del Grupo Especial se encuentra la introducción de un nuevo mecanismo destinado a evaluar y, si es necesario, corregir los desequilibrios macroeconómicos y las vulnerabilidades de los Estados miembros. Detrás de esta propuesta subyace el fracaso de los procedimientos de coordinación de las políticas estructurales existentes y el reconocimiento de que la disciplina presupuestaria es una condición necesaria pero no suficiente para garantizar la estabilidad financiera del área.

Al igual que el PEC, este nuevo marco de supervisión presenta un enfoque en dos etapas, con una vertiente preventiva y otra correctiva, con recomendaciones y sanciones. En la vertiente preventiva se propone examinar anualmente las vulnerabilidades y los riesgos de desequilibrios macroeconómicos a partir de un sistema de alerta compuesto por un conjunto de indicadores, que todavía se encuentra pendiente de definir. No obstante, la Comisión ha avanzado la conveniencia de incorporar indicadores sobre los desequilibrios externos, tales como el déficit por cuenta corriente, la deuda externa y la competitividad medida con precios y/o costes, así como indicadores que permitan detectar desajustes internos, tales como la deuda pública y privada o el crecimiento del crédito. Sobre estos indicadores se establecerán umbrales de alerta, que serán diferentes para los países de la zona del euro, a fin de tener en cuenta las características específicas de la unión monetaria. La Comisión elaborará una lista definitiva de indicadores que deben ser aprobados por el Consejo, que podrá ser actualizada cuando se considere conveniente.

Este mecanismo de alerta servirá para diferenciar aquellos países con un riesgo potencial de desequilibrio excesivo. En estos casos, la Comisión debe llevar a cabo, en colaboración con el BCE, un análisis en profundidad de la situación económica global del país en cuestión, en el que evaluará la posible existencia de desequilibrios, si estos son excesivos y, en caso afirmativo, las medidas de política económica más apropiadas para corregirlos. En este proceso se deben tener en cuenta las recomendaciones de otros mecanismos de vigilancia, incluyendo el Consejo Europeo de Riesgo Sistémico.

En caso de que la Comisión considere que el desequilibrio es de especial gravedad y que puede suponer una amenaza para la estabilidad del conjunto del área, el Consejo debe decidir, sobre la base de una recomendación de la Comisión, si coloca al país en una «posición de desequilibrio excesivo». Como en el caso fiscal, esta situación supone que las políticas de esos países quedan sujetas a un seguimiento estricto por parte de las instituciones europeas, que podría concluir con la imposición de sanciones. No obstante, a diferencia de lo que sucede en el PEC, las sanciones financieras no se aplicarían en la fase preventiva, sino en la correctiva, y solo en el caso de que los países incumplan de modo reiterado las recomendaciones.

MECANISMO PERMANENTE DE GESTIÓN DE CRISIS

Una de las piezas no previstas en la arquitectura de la gobernanza europea era un mecanismo para la gestión de crisis que pudieran poner en riesgo la estabilidad financiera del área del euro en su conjunto. De este modo, en la primavera de 2010, en una situación de inestabilidad extrema, los Gobiernos de la UEM se vieron obligados a introducir dos nuevos instrumentos, el Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera y la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera, para canalizar la ayuda financiera multilateral a cualquier país de la zona del euro que la pudiera requerir. El funcionamiento de estos mecanismos está siendo satisfactorio, tal y como ha demostrado la reciente crisis de Irlanda, pero no se puede olvidar que tienen un plazo limitado de vigencia. Por ello, las conclusiones del Grupo Especial recogían la necesidad de establecer un mecanismo permanente y robusto de resolución de crisis, capaz de afrontar situaciones de inestabilidad financiera y de evitar contagios en el seno de la UEM. Aunque el reforzamiento del PEC y la instauración de un nuevo sistema de vigilancia de los desequilibrios económicos deben contribuir a reducir sustancialmente la probabilidad de nuevas crisis futuras, es preciso contar con los instrumentos adecuados para gestionarlas si terminan surgiendo.

El diseño de este mecanismo se ha comenzado a perfilar en los meses de noviembre y diciembre y sus principios básicos fueron aprobados en el Consejo Europeo de 16 y 17 de diciembre. El Mecanismo Europeo de Estabilidad, que es como se denominará esta nueva pieza del sistema de gobernanza, entrará en vigor a partir de 2013, y su funcionamiento se basará en la actual Facilidad Europea de Estabilidad Financiera, a la que sustituirá. Tal y como habían acordado previamente los países del Eurogrupo, su propósito será salvaguardar la estabilidad financiera del área proporcionando asistencia financiera a los países del área del euro afectados por perturbaciones financieras con implicaciones sistémicas. La financiación se concederá bajo una condicionalidad estricta, para asegurar que la corrección de los desequilibrios causante de la situación de inestabilidad se afronta con la suficiente determinación y para minimizar el riesgo moral. La ayuda se otorgará tras un análisis riguroso de la sostenibilidad de la deuda.

Las especificaciones más concretas del nuevo mecanismo son aún objeto de discusión, por lo que en estos momentos no es posible acometer un análisis en profundidad del mismo. Teniendo presente esta importante salvedad, sí es posible, sin embargo, señalar algunas características generales relevantes. Así, por ejemplo, una diferencia importante entre la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera y los aspectos básicos acordados por el Consejo Europeo para el mecanismo permanente que entrará en vigor a partir de 2013 es que este último contempla, en casos extraordinarios poco probables, la participación de sector privado. De hecho,

la incertidumbre sobre cómo se concretaría la participación del sector privado en el mecanismo de resolución de las crisis financieras ha sido uno de los elementos que han contribuido a aumentar la inestabilidad de los mercados en los meses recientes. Está claro, por un lado, que la ausencia total de obligaciones puede plantear una situación de riesgo moral, ya que se distorsionan los incentivos de los inversores para discriminar entre los países emisores de deuda soberana y disminuyen los alicientes para que los países deudores apliquen políticas económicas rigurosas. Pero, al mismo tiempo, bajo el nuevo marco de gobernanza las crisis serán sucesos mucho más extraordinarios y, seguramente, dispares, de manera que una reglamentación estricta de las modalidades y circunstancias de eventuales reestructuraciones no solo resultaría una tarea enormemente compleja, sino que su mera enunciación podría resultar contraproducente. No es casual que el FMI haya practicado diversas formulas de participación del sector privado y al final se haya inclinado por fórmulas que atienden a las particularidades de cada caso y se ajustan a ellas.

Siguiendo estas prácticas, los principios básicos del nuevo Mecanismo Europeo de Estabilidad establecen que solo en el improbable caso de que un país sea considerado insolvente la concesión de la ayuda estará condicionada a que negocie un plan integral de reestructuración de la deuda con los acreedores privados, con vistas a restaurar la sostenibilidad de la deuda. Para facilitar esta eventualidad, las emisiones de deuda pública de los países de la zona del euro incorporarán, a partir de junio de 2013, las denominadas «cláusulas de acción colectiva» (en consonancia con las vigentes en el derecho del Reino Unido y de Estados Unidos). El establecimiento de estas cláusulas en los contratos de bonos facilitaría los acuerdos sobre las condiciones concretas de la reestructuración. Con esta formulación se clarifica que la reestructuración de la deuda solo será una condición para la concesión de apoyo financiero en el improbable caso de que un país no sea solvente.

Conclusiones

Aunque la reforma de la gobernanza europea es todavía un proceso abierto y muchos de los detalles están pendientes aún de concreción, las propuestas del Grupo de Trabajo de Van Rompuy y de la Comisión Europea suponen un avance muy importante en ese proceso para reforzar la coordinación de las políticas económicas, fortaleciendo la disciplina fiscal y poniendo un mayor énfasis en el análisis de los desequilibrios macroeconómicos. Lo conseguido es tanto más notable si se tiene en cuenta que la reforma se planteó bajo la premisa de evitar alteraciones sustanciales del reparto de competencias entre la Unión, así como aquellas que requirieran una modificación del Tratado, un proceso que siempre resulta largo, costoso y de resultado incierto.

En particular, en el ámbito fiscal es significativo y positivo que el nuevo PEC conceda mayor relevancia al criterio de la deuda pública a la hora de valorar la posición fiscal de los distintos países, al tiempo que se fortalecen los instrumentos para lograr un mayor cumplimiento por parte de los Gobiernos, al propugnar un sistema de sanciones más amplio y transparente; dichas sanciones se impondrían en una fase más temprana del proceso y con un grado de automatismo que es mayor que en el pasado, aunque no deja de estar supeditado al procedimiento de mayorías cualificadas que rige las decisiones del Consejo de acuerdo con el Tratado. También es reseñable el diseño de un nuevo mecanismo para detectar, prevenir y corregir la acumulación de desequilibrios macroeconómicos que pudieran poner en riesgo el proyecto común de la Unión Monetaria, vigilando así no solo la trayectoria de la deuda pública, sino también la de la deuda privada. A su vez, el nuevo Mecanismo Europeo de Estabilidad supone un avance notable en cuanto a los instrumentos disponibles para la gestión y resolución de crisis.

Con todo, los avances logrados deben evaluarse frente a los enormes retos que plantea la situación actual de la UEM. Desde esta perspectiva, una de las instituciones particularmente

crítica ha sido el BCE, miembro del Grupo, que ha expresado su insatisfacción con algunos de los aspectos de la reforma, a la que considera poco ambiciosa [véase BCE (2010a)]. En concreto, el BCE considera que, si bien las propuestas presentadas representan un indudable fortalecimiento del marco existente respecto a la vigilancia fiscal y macroeconómica de la UE, no son lo suficientemente ambiciosas respecto al fortalecimiento del entramado institucional de la UEM, donde sería necesaria una unión económica más profunda, acorde con el grado de integración e interdependencia económica surgidas a raíz de la Unión Monetaria.

En el ámbito fiscal, el BCE considera que las sanciones deberían aplicarse de forma cuasi-automática, eliminando cualquier elemento de discrecionalidad y definiendo claramente los criterios o «circunstancias excepcionales» que pueden dar lugar a exclusiones. También propone establecer unos objetivos más ambiciosos de reducción de la ratio de deuda cuando esta se sitúa por encima del 60% del PIB y señala la falta de ambición de la directiva sobre los requisitos mínimos que deben cumplir los marcos fiscales nacionales. El BCE piensa también que la mejora de la gobernanza depende, en última instancia, de la calidad y de la independencia de los análisis económicos que se llevan a cabo. Por ello, pone especial énfasis en la disponibilidad de datos estadísticos, que no debería aplazarse hasta 2013, y en la independencia de la Comisión respecto al Consejo a la hora de emitir juicios sobre la supervisión macroeconómica y fiscal, recomendando el apoyo de un grupo de expertos independientes que proporcionen evaluaciones externas. Esta última crítica tiene un amplio respaldo en el mundo académico y por parte del FMI [véanse Baldwin y Gros (2010) y FMI (2010a)]⁹. Finalmente, el BCE considera que el nuevo marco de supervisión macroeconómica debería concentrarse prioritariamente en los países que presentan fuertes pérdidas de competitividad y elevados déficits por cuenta corriente. Además, recomienda que los países que presenten riesgos de desequilibrios se vean sujetos de manera casi automática a un examen más profundo, que exista un mecanismo de sanciones más claro y transparente y que las recomendaciones para llevar a cabo medidas correctivas sean siempre públicas.

En el ámbito académico han surgido también voces críticas, que tienden a enfatizar la complejidad que entraña la supervisión de carácter macroeconómico, en comparación con la fiscal. En primer lugar, porque las divergencias en una unión monetaria pueden tener naturaleza muy distinta y ser reflejo, en ocasiones no siempre fáciles de determinar, de fenómenos de transición hacia nuevos equilibrios, como los procesos de convergencia real o el ajuste ante perturbaciones transitorias. El análisis descriptivo basado en indicadores puede resultar insuficiente en la mayoría de las situaciones para concluir que una economía presenta «desequilibrios», siendo necesario disponer de una explicación más estructural, que permita conocer las razones que subyacen a las divergencias observadas.

Además, en comparación con lo que sucede en el caso fiscal, el concepto de desequilibrio externo o interno es más difícil de delimitar, lo que hace que el establecimiento de indicadores adecuados que los aproximen y la fijación de sus límites o valores de referencia sean mucho más complejos. Por ejemplo, los tipos de cambio real pueden ofrecer señales muy distintas según se midan con precios de exportación, precios de consumo, costes laborales unitarios o deflatores del PIB. Otros, como el déficit por cuenta corriente, pueden alertar con cierto retardo de la existencia de desequilibrios. En otros casos, como los precios de la vivienda, la información estadística en ocasiones no tiene la calidad suficiente. Por último, la

9. El FMI ve imprescindible que los países pierdan parte de su soberanía para conseguir una mayor cooperación e integración y sugiere que las reformas estructurales deberían llevarse a cabo simultáneamente a nivel europeo, creándose unas condiciones de igualdad para todos los trabajadores europeos.

capacidad de los Gobiernos para influir sobre determinados aspectos de la economía es limitada y los efectos de las medidas de política económica pueden tardar mucho tiempo en percibirse.

Adicionalmente, las incertidumbres surgidas durante el proceso de discusión y diseño de la reforma y sus efectos negativos sobre la estabilidad de los mercados financieros han puesto de manifiesto la importancia de la comunicación. La transparencia de los debates tiene que complementarse necesariamente con un esfuerzo de pedagogía que garantice que inversores y público en general dispongan no solo de toda la información relevante, sino también del marco y los instrumentos apropiados para interpretarla.

La concesión de una mayor capacidad de supervisión a las instituciones europeas —y, en particular, a la Comisión Europea— genera sin duda tensiones que son difíciles de abordar sin ir más allá en la unión política y económica. Pero ello, no debe constituir un obstáculo para la implementación de una reforma ambiciosa basada en el establecimiento de reglas ex ante y procedimientos tan automáticos como fuera posible, y acompañada de la creación de instituciones independientes que contribuyan a mejorar los procesos de coordinación y supervisión. Jean Monet, considerado uno de los padres de la UE, dijo: «Europa se construirá durante las crisis y será la suma de las soluciones que se den a esas crisis». Esta cita puede servir de llamada de atención para seguir avanzando en la corrección de las debilidades que ha mostrado el marco institucional europeo a lo largo de la crisis financiera, para que el proyecto de integración europeo salga fortalecido de la misma y permita hacer frente a otras crisis que, con mayor o menor intensidad, con total certeza surgirán en un futuro.

18.1.2011.

BIBLIOGRAFÍA

- BALDWIN, R., D. GROS y L. LAEVEN (2010). *Completing the eurozone rescue: what more needs to be done?*, CEPR. BCE (2010a). *Reinforcing economic governance in the Euro Area*, septiembre.
- (2010b). *Lessons from the crisis*, discurso de Jean-Claude Trichet, 3 de diciembre, París.
 - (2010c). *The future of economic governance in Europe in a global perspective*, discurso de Victor Constâncio, 7 de diciembre, París.
- BUTI, M., S. EIJJFINGER y D. FRANCO (2005). *The Stability pact pains: a forward looking assessment of the reform debate*.
- CAMPA, J. M., y A. GAVILÁN (2006). *Current account in the Euro Area: an intertemporal approach*, Documentos de Trabajo, núm. 0638, Banco de España.
- COMISIÓN EUROPEA (2008). «EMU@10 - successes and challenges after ten years of Economic and Monetary Union», *European Economy*, 2, junio, Bruselas.
- (2010a). «Surveillance of Intra Euro Area competitiveness and imbalances», *European Economy*, 1, Bruselas.
 - (2010b). *Reinforcing economic policy coordination*, COM (2010) 250 final, 12 de mayo.
 - (2010c). *Enhancing economic policy coordination for stability, growth and jobs – Tools for stronger EU economic governance*, COM (2010) 367/2, 30 de junio.
 - (2010d). *Proposal for a Council Regulation amending Regulation (EC) No 1467/97 on speeding up and clarifying the implementation of the excessive deficit procedure*, COM (2010) 522/523/524/526 final, 29 de septiembre, Bruselas.
 - (2010e). *Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on the prevention and correction of macroeconomic imbalances*, COM (2010) 525/527 final, 29 de septiembre, Bruselas.
 - (2010f). *Strengthening Economic Governance in the EU*, Informe del Grupo de Trabajo para el Consejo Europeo, 21 de octubre, Bruselas.
- COEURÉ, B., y J. PISANI-FERRY (2005). «Fiscal Policy in EMU: towards a sustainability and growth pact», *Oxford Review of Economic Policy*, 21 (4).
- EICHENGREEN, B. (2003). *Institutions for Fiscal Stability*, mimeo, University of California, Berkeley.
- EVERAERT, L., y W. SCHULE (2006). *Structural reforms in the euro area: economic impact and role of synchronizations across markets and countries*, IMF working paper 06/137.
- FISCHER, J., L. JONUNG y M. LARCH (2006). *101 Proposals to reform the Stability and Growth Pact. Why so many? A Survey*, European Commission Economic papers 267.
- FMI (2010a). *Euro Area Policies: Selected Issues*, IMF Country Report n.º 10/222, julio.
- (2010b). *Towards a New Fiscal Framework for the Euro Area*, discurso de Dominique Strauss-Kahn, 14 de septiembre, Bruegel Institute.
 - (2010c). *Europe's Growth Challenges*, discurso de Dominique Strauss-Kahn, 19 de noviembre, Fráncfort.
- FRENKEL, J., y A. ROSE (1996). *The endogeneity of optimum currency areas*, CEPR discussion paper 1473.
- GIAVAZZI, F., y L. SPAVENTA (2010). *The European Commission's proposals: Empty and useless*, 14 de octubre, VoxEU.org.

- PISANI-FERRY, J. (2002). *Fiscal Discipline and Policy Coordination in the Eurozone: Assessment and Proposals*, Ministerie van Financiën, Budgetary Policy in E(M)U: Design and Challenge, La Haya.
- (2006). «Only one bed for two dreams: a critical retrospective on the debate over the economic governance of the Euro Area», *JCMS*, 44 (4), pp. 823-844.
- SAPIR, A., P. AGHION, G. BERTOLA, M. HELLMIG, J. PISANI-FERRY, D. ROSATI, J. VIÑALS y H. WALLACE (2003). *An agenda for growing Europe: making the EU economic system deliver*.
- UHLIG, H. (2002). *One money, but many fiscal policies in Europe: What are the consequences?*, CEPR Discussion paper n.º 2002-32, ISSN 0924-7815.
- VAN DER NOORD, P., B. DOHRING, S. LANGEDIJK, J. NOGUEIRA, L. PENCH, H. TEMPRANO-ARROYO y M. THIEL (2008). *The evolution of economic governance in EMU*, European Commission Economic Papers 328.
- WYPLOSZ, C. (2002). *Fiscal Policy: Institutions vs. Rules*, HEI Working Paper n.º 03/2002, The Graduate Institute of International Studies, Ginebra.