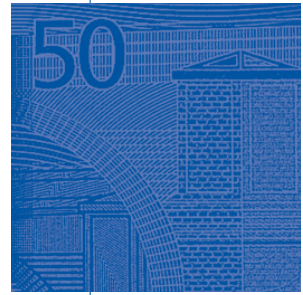


## ARTÍCULOS

# INTERACCIONES ENTRE LA POLÍTICA MONETARIA Y LA POLÍTICA FISCAL EN UNA UNIÓN MONETARIA



*En la UEM, la política monetaria es competencia del BCE, mientras que la política fiscal sigue siendo responsabilidad de cada uno de los Estados miembros de la UE. El Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (en adelante, «el Tratado»), así como las disposiciones adicionales sobre las interacciones entre la política monetaria y la política fiscal, tiene por objeto preservar el valor de la moneda única y establecer los requisitos de las políticas fiscales nacionales.*

*La crisis financiera ha puesto de relieve que las amenazas para la estabilidad financiera pueden tener una enorme influencia tanto en la política monetaria como en la política fiscal. En particular, la inestabilidad financiera y la debilidad de las finanzas públicas pueden tener un impacto negativo una sobre la otra. Esta espiral de reacciones adversas plantea varios desafíos para la política monetaria, ya que la volatilidad y la falta de liquidez de los mercados de deuda soberana, así como las dificultades del sistema bancario, ponen en peligro el buen funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria. Para contrarrestar el impacto negativo de la inestabilidad presupuestaria y financiera sobre dicho mecanismo, el Eurosistema adoptó, durante la crisis, una serie de medidas de política monetaria no convencionales.*

*En el transcurso de la crisis han salido a la luz varias deficiencias en las políticas fiscales nacionales y en la gobernanza económica de la UEM. En primer lugar, los incentivos y las reglas para la adopción de políticas sólidas, tanto fiscales como macroeconómicas y de estabilidad financiera, han resultado insuficientes. En segundo lugar, la ausencia de un sistema para la prevención, la identificación y la corrección de los desequilibrios macroeconómicos fue un defecto claro del marco de la UEM. En tercer lugar, la falta de un marco explícito para la estabilidad financiera y la gestión de crisis a escala de la zona del euro dificultó la contención rápida y eficiente del contagio entre los mercados.*

*Junto con una política monetaria orientada hacia la estabilidad, unas políticas fiscales y de estabilidad financiera sólidas constituyen un fundamento importante para el crecimiento sostenible y el empleo en la zona del euro. Así pues, es necesario mejorar el marco de las políticas para hacer frente a las deficiencias observadas y, por ende, garantizar el buen funcionamiento de la UEM. Un marco de esa naturaleza ha de cumplir las siguientes condiciones: i) mantener una política monetaria orientada a la estabilidad de precios; ii) proporcionar salvaguardias más sólidas que garanticen la sostenibilidad de las finanzas públicas y de las políticas económicas, y iii) incluir disposiciones explícitas que aseguren la estabilidad financiera y la gestión de las crisis. Ya se han dado los primeros pasos para la reforma del marco de la gobernanza económica en la UEM, así como del marco de supervisión y regulación financiera. La rápida implementación y la eficiente observancia de las nuevas reglas son elementos esenciales<sup>1</sup>.*

### I INTRODUCCIÓN

La UEM se basa en un marco institucional de carácter singular, que comprende una política monetaria única y varias políticas fiscales, cada una de las cuales tiene objetivos y funciones claramente especificados. Por lo que respecta a la política monetaria, el Tratado asigna al Eurosistema el objetivo fundamental e inequívoco de mantener la estabilidad de precios en la zona del euro en su conjunto. En lo que se refiere a la política fiscal, corresponde a las autoridades nacionales garanti-

zar el compromiso con unas finanzas públicas sólidas, pese a la existencia de un marco formal para la coordinación y la definición de los requisitos de las políticas fiscales entre los países.

La interacción entre la política monetaria única y las políticas fiscales nacionales se produce de varias formas. Por ejemplo, una política monetaria fiable y orientada a la estabilidad fomenta unas

<sup>1</sup> El artículo se basa en la información disponible hasta el 12 de junio de 2012.

expectativas de inflación estables y unas primas de riesgo de inflación bajas, factores ambos que contribuyen a limitar el nivel y la volatilidad de los tipos de interés a largo plazo. Ello, a su vez, es beneficioso desde el punto de vista de los costes de financiación de los Gobiernos. E inversamente, la política fiscal tiene un impacto en la política monetaria, no solo a través de los efectos por el lado de la demanda, que pueden afectar directamente a las perspectivas de inflación, sino también al conformar el lado de la oferta de la economía, por ejemplo, a través de los sistemas tributarios, o influyendo en los tipos de interés a largo plazo a través de la emisión de deuda pública.

Si bien lo ideal sería que la política fiscal y la política monetaria se reforzaran mutuamente, la crisis de deuda soberana de la zona del euro ha puesto de manifiesto lo contrario, es decir, que unas finanzas públicas insostenibles y unos niveles de deuda elevados pueden obstaculizar la ejecución de una política monetaria orientada a la estabilidad. De hecho, la experiencia de los últimos años ha subrayado, lamentablemente, que la debilidad de las finanzas públicas puede desencadenar un círculo vicioso que somete al sistema financiero a tensiones. El deterioro de la situación presupuestaria da lugar a una revisión del valor de la deuda soberana, lo que tiene un impacto adverso sobre el sistema financiero a través de la exposición de las entidades de crédito a la deuda pública. Ello, a su vez, repercute negativamente en la macroeconomía, debilitando aún más las finanzas públicas y los mercados financieros. Por su parte, esta espiral de reacciones adversas afecta a la política monetaria en el sentido de que la volatilidad y la falta de liquidez de los mercados de deuda soberana, así como los factores de inestabilidad del sistema bancario, ponen en peligro el buen funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria.

Considerando lo anterior, el presente artículo tiene por objeto arrojar nueva luz sobre la interacción entre la política monetaria y la política fiscal en la zona del euro, teniendo en cuenta una nueva dimensión que consiste en el nexo entre la evolución presupuestaria y la financiera<sup>2</sup>. En la sección 2 se

recuerda el marco institucional de la UEM, desde los trabajos preparatorios realizados antes de 1999. La sección 3 se centra en las políticas monetaria y fiscal aplicadas en la zona del euro antes del inicio de la crisis financiera, analiza la evolución de las finanzas públicas de los Estados miembros y subraya las deficiencias en materia de gobernanza fiscal. En la sección 4 se explica la interacción entre las finanzas públicas, la estabilidad financiera y la política monetaria. La sección 5 ofrece una instantánea del statu quo en lo que se refiere a las medidas adoptadas para hacer frente a las deficiencias del marco de gobernanza económica y reformar la supervisión y la regulación financieras. En la sección 6 se presentan las conclusiones.

## 2 EL MARCO INSTITUCIONAL DE LA UEM

Sobre la base de la experiencia histórica y de estudios académicos, existe un amplio consenso en que los requisitos previos para una moneda estable no son solo la independencia del banco central y su compromiso con la estabilidad de precios, sino también el compromiso de las autoridades fiscales de garantizar la solidez de las finanzas públicas<sup>3</sup>. De hecho, los presupuestos insostenibles y la deuda excesiva son perjudiciales para el crecimiento a largo plazo por el efecto que tienen sobre los tipos de interés a largo plazo y, en última instancia, podrían ejercer una presión excesiva sobre los bancos centrales para monetizar la deuda pública. Cuando se diseñó el marco de la UEM, se entendía, sin duda, claramente que las

2 Para más información sobre anteriores análisis de la relación entre la política monetaria y la política fiscal en la zona del euro, véase el artículo titulado «Una política monetaria y múltiples políticas fiscales para garantizar el buen funcionamiento de la UEM», *Boletín Mensual*, BCE, julio de 2008, y el artículo titulado «La relación entre la política monetaria y las políticas fiscales de la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, febrero de 2003.

3 Véase, por ejemplo, M. Goodfriend, «How the world achieved consensus on monetary policy», *Journal of Economic Perspectives*, vol. 21, n.º 4, 2007, pp. 47-68. Para una panorámica de distintos aspectos de la interacción entre la política monetaria y la política fiscal en la literatura académica, véase, por ejemplo, C. E. Walsh, *Monetary theory and policy*, capítulo 4, 3ª edición, MIT Press, 2010. Como se muestra, por ejemplo, en T. J. Sargent, «The ends of four big inflations», en R. E. Hall (ed.), *Inflation: Causes and Effects*, University of Chicago Press, 1982, pp. 41-98, se han observado períodos de hiperinflación cuando los bancos centrales que carecen de independencia se doblegan antes las necesidades fiscales y financian déficits presupuestarios mediante la creación de dinero.

situaciones presupuestarias insostenibles pueden interferir con la ejecución eficaz de una política monetaria única. Como se afirma en el «Informe Delors»<sup>4</sup>, «[una moneda única] implicaría la adopción de una política monetaria común y requeriría un alto grado de compatibilidad entre las políticas económicas [...], sobre todo en el [ámbito] fiscal»; además, «la falta de coordinación y la aplicación de políticas presupuestarias nacionales divergentes pondría en peligro la estabilidad monetaria [...]»<sup>5</sup>.

Los fundadores de la UEM eran muy conscientes de que los incentivos para aplicar políticas fiscales sostenibles son más débiles en una unión monetaria. El Informe Delors menciona que «[...] el acceso a un amplio mercado de capitales puede incluso facilitar durante algún tiempo la financiación de los desequilibrios económicos»<sup>6</sup>. Esto se refiere al hecho de que, en una unión monetaria con mercados de capitales plenamente integrados, tanto los Gobiernos como los agentes privados pueden recurrir a un fondo de ahorro mayor para cubrir sus necesidades de financiación. Como resultado, si un país en concreto aumenta sus préstamos, los costes de financiación solo aumentan de forma moderada, en tanto que, si el país en cuestión tuviese un fondo local de ahorro al que recurrir, el mismo aumento del endeudamiento público induciría un incremento mayor de los rendimientos de la deuda pública. La eliminación del riesgo cambiario y la posibilidad percibida de que, en el peor de los casos, la unión podría asumir las obligaciones de cada uno de sus miembros debilita claramente los incentivos para aplicar políticas fiscales prudentes. Teniendo esto en cuenta, el marco general de las políticas de la UEM se diseñó para salvaguardar el valor de la moneda única, contrarrestando al mismo tiempo cualquier efecto secundario negativo sobre los incentivos, a fin de garantizar la solidez de las finanzas públicas.

El marco establece una clara separación de responsabilidades: la definición y la puesta en práctica de la política monetaria corresponden al Euro-sistema, mientras que las políticas fiscales son, en última instancia, responsabilidad de los Gobiernos

nacionales. El BCE es una institución independiente, con el objetivo fundamental de mantener la estabilidad de precios (véanse apartado 1 del artículo 127 y artículo 130 del Tratado). Al mismo tiempo, se exige a los Estados miembros que eviten los déficits públicos excesivos (véase apartado 1 del artículo 126 del Tratado).

Aunque, en principio, se esperaba que los mercados financieros penalizarían los aumentos del déficit público y de la deuda, exigiendo rendimientos más altos por la deuda pública, en el Informe Delors ya se había señalado que los mercados pueden ser, en sí mismos, mecanismos imperfectos para alentar la disciplina de las políticas fiscales nacionales: «La experiencia permite pensar que las reacciones del mercado no siempre se plasman en signos claros y evidentes [...]. En lugar de llevar a una adaptación gradual de los costes del endeudamiento, la opinión del mercado acerca de la solvencia de los prestatarios oficiales tiende a cambiar bruscamente y da lugar a un cierre repentino del acceso a la financiación. La presión ejercida por las fuerzas del mercado podría ser, o bien demasiado lenta y débil, o bien excesivamente brusca y distorsionadora»<sup>7</sup>.

Por lo tanto, resultaba esencial reforzar los incentivos para actuar con prudencia en lo relativo a las finanzas públicas estableciendo reglas y compromisos explícitos de conformidad con el Tratado<sup>8</sup>. En primer lugar, se excluyó al BCE y a los BCN de los Estados miembros como fuente de obtención directa de préstamos, prohibiendo la financiación monetaria de la deuda pública (véase

4 En junio de 1988, el Consejo Europeo estableció el Comité para el Estudio de la Unión Económica y Monetaria (el Comité Delors) y le encomendó estudiar y proponer medidas concretas para establecer una unión económica y monetaria. El Informe resultante sobre la unión económica y monetaria (el «Informe Delors») fue, esencialmente, un plan concreto para la introducción de la UEM.

5 Véase el *Informe Delors*, 1989, pp. 13 y 19.

6 *Ibid.*, p. 20.

7 *Ibid.*, p. 20.

8 Para uno de los primeros análisis de la justificación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, tanto como un intento de apuntalar el dominio monetario en el contexto de una interacción estratégica entre las autoridades monetarias y fiscales y como sustitutivo parcial de una cultura de estabilidad compartida, véase M. Artis y B. Winkler, «The Stability Pact: Safeguarding the Credibility of the European Central Bank», *National Institute Economic Review*, vol. 163, n.º 1, enero de 1998, pp. 87-98.

artículo 123 del Tratado)<sup>9</sup>. En segundo lugar, la prohibición del acceso privilegiado a las instituciones financieras por parte del sector público (véase artículo 124 del Tratado)<sup>10</sup> excluye los préstamos obligatorios en condiciones especificadas por los Estados. En tercer lugar, la cláusula de no corresponsabilidad financiera (véase artículo 125 del Tratado) prohíbe que las obligaciones fiscales de un Estado miembro sean asumidas por la UE o por otro Estado miembro<sup>11</sup>. Cuarto, y fundamental, en los apartados 2 a 14 del artículo 126 del Tratado se establecieron reglas fiscales explícitas, unidas a la idea de la vigilancia entre partes y la imposición de sanciones, que se reforzaron con el Pacto de Estabilidad y Crecimiento.

Si bien en este marco se tienen debidamente en cuenta los conflictos que podrían derivarse de la interacción entre la política fiscal y la política monetaria, también proporciona cierta orientación con respecto a la división de funciones entre las autoridades fiscales y los bancos centrales que tengan que hacer frente a situaciones de inestabilidad financiera. Las políticas de estabilidad financiera y la supervisión y regulación son, claramente, competencia de las autoridades nacionales<sup>12</sup>, mientras que el papel del Eurosistema a la hora de garantizar la estabilidad financiera se limita a proporcionar liquidez a sus entidades de contrapartida.

### 3 LA POLÍTICA MONETARIA Y LA POLÍTICA FISCAL ANTES DE LA CRISIS

De acuerdo con su mandato, el BCE ejecuta la política monetaria de la zona del euro de conformidad con su objetivo principal de mantener la estabilidad de precios, contribuyendo así al mantenimiento de un entorno macroeconómico estable en general. La inflación de la zona del euro medida por el IAPC fue, en promedio, del 2,04% durante el período comprendido entre enero de 1999 y el inicio de la crisis financiera en agosto de 2007 (véase gráfico 1)<sup>13</sup>. Las expectativas de inflación estaban bien ancladas en torno a niveles compatibles con el objetivo del Consejo de Gobierno del BCE de mantener la inflación de la zona del euro por debajo del 2%, aunque en niveles próximos a ese valor,

en el medio plazo. En comparación con las tasas de inflación registradas en otras economías avanzadas en todo el mundo, las tasas de inflación de la zona del euro, desde la adopción de la moneda única, no solo han sido bajas, sino también bastante estables y han venido acompañadas de un nivel reducido de volatilidad macroeconómica (véase gráfico 2).

No obstante, al mismo tiempo, el marco de gobernanza económica existente no impidió la acumulación de abultados desequilibrios tanto en el sector público como en el sector privado de la zona del euro, que probablemente se vio favorecida por un entorno de mayor integración de los mercados financieros, una volatilidad macroeconómica reducida, la ausencia de riesgo de tipo de cambio y el hecho de que los Gobiernos y los agentes privados tuvieran acceso a un abundante fondo común de ahorro.

Por lo que respecta a la evolución presupuestaria en la zona del euro en el período anterior a la tercera fase de la UEM, se produjo una mejora significativa en la situación fiscal de los once primeros países en incorporarse a la zona del euro. Ello fue consecuencia de los notables esfuerzos en materia de consolidación realizados por la mayoría de los países que se proponían adoptar la moneda única<sup>14</sup>. El descenso de los tipos de interés también ayudó a los países a reducir sus déficits públicos durante ese período.

9 Sin embargo, las entidades de crédito públicas pueden tomar prestado directamente del Eurosistema en el contexto de la provisión de reservas para cumplir las exigencias de reservas mínimas y son tratadas en pie de igualdad con las entidades de crédito privadas.

10 Se permite el acceso privilegiado a las instituciones financieras con fines de supervisión prudencial y de regulación.

11 Los préstamos de la UE o de los Estados miembros a otro Estado miembro no infringen la cláusula de no corresponsabilidad financiera.

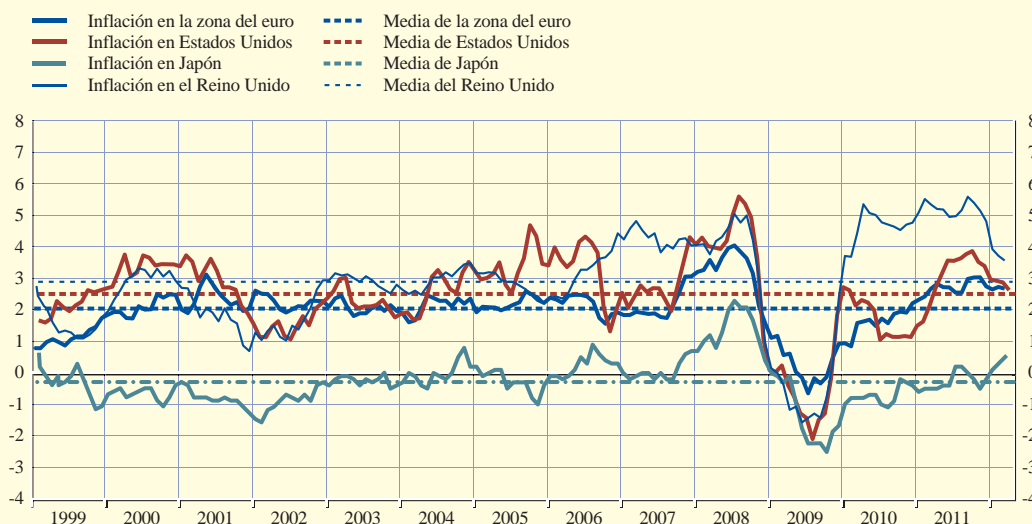
12 Sin embargo, esto implica que, en algunos países de la zona del euro, el BCN participa en la supervisión bancaria. De hecho, en el apartado 5 del artículo 125 del Tratado se afirma que: «El SEBC contribuirá a la buena gestión de las políticas que lleven a cabo las autoridades competentes con respecto a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y a la estabilidad del sistema financiero». Véase también el artículo 3.3 del Protocolo n.º 4 sobre los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del banco Central Europeo.

13 Desde 1999, la inflación media de la zona del euro medida por el IAPC ha sido del 2,05%. La última observación utilizada para realizar este cálculo corresponde a mayo de 2012.

14 La medida del déficit público agregado de los primeros países que se incorporaron a la zona del euro se redujo de alrededor del 5% del PIB en 1991 a algo más del 2% del PIB en 1998.

Gráfico 1 Tasas de inflación de las principales economías industrializadas

(tasas de variación interanual)

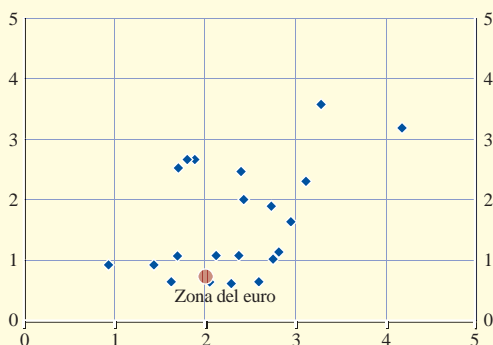


Fuentes: Eurostat, BPI y cálculos del BCE.

Notas: Las tasas de inflación se calculan como variaciones interanuales del IAPC de la zona del euro, el IPC-U de Estados Unidos y el IPC registrado de Japón y el Reino Unido. Los datos no están desestacionalizados.

Gráfico 2 Inflación y volatilidad del producto  
en los países de la OCDE y en la zona del euro

(datos anuales 1999-2011; puntos porcentuales)

Eje de abscisas: desviación típica del producto  
Eje de ordenadas: desviación típica de la inflación

Fuentes: OCDE y cálculos del BCE.

Notas: Los datos de inflación se refieren a la inflación interanual medida por el IPC y los datos de crecimiento del PIB se refieren al crecimiento interanual del PIB real. La muestra incluye los países miembros y socios comerciales de la OCDE (excluidos los países de la zona del euro) y la zona del euro.

Sin embargo, durante la expansión económica de 1999-2000, la mayoría de los países de la zona del euro desaprovecharon la oportunidad de reducir aún más sus desequilibrios presupuestarios y de

acumular «reservas fiscales» suficientes. Durante la desaceleración económica que se inició en 2001, la situación de las finanzas públicas se deterioró en un número cada vez mayor de países de la zona del euro, que incurrieron en déficits excesivos. En 2003, seis de los doce Estados miembros que integraban entonces la zona del euro registraron déficits superiores al 3 %, y también la media de la zona del euro superaba ese valor de referencia. El deterioro de la situación presupuestaria en ese período y la renuencia cada vez mayor a cumplir las reglas y los procedimientos acordados debilitaron la credibilidad del marco presupuestario de la UE. En vez de insistir en una estricta aplicación de las reglas, se decidió reformar el Pacto de Estabilidad y Crecimiento en 2005. En general, las reformas permitieron una mayor discrecionalidad en la aplicación de los procedimientos<sup>15</sup>. Al mismo tiempo, el Consejo de Gobierno del BCE expresó su preocupación por la posibilidad de que estos cambios hicieran que el marco presupuestario de la UE se tornara más complejo y menos transparente, dificultando así su capacidad para

15 Véase el artículo titulado «Diez años del Pacto de Estabilidad y Crecimiento», *Boletín Mensual*, BCE, octubre de 2008.



facilitar la consecución de unas posiciones presupuestarias sólidas por parte de los países de la zona del euro<sup>16</sup>.

El nuevo marco no se puso a prueba hasta que estalló la crisis financiera. Los años que siguieron a la reforma del Pacto de Estabilidad y Crecimiento se caracterizaron por una significativa mejora en la situación presupuestaria en la mayoría de los países de la zona del euro: la ratio de déficit agregada de la zona cayó hasta el 0,7% del PIB en 2007, el nivel más bajo registrado desde la introducción del euro (véase cuadro). No obstante, en la mayoría de los países esta mejora fue, en gran medida, el resultado de la favorable evolución económica, más que de unas políticas de consolidación fiscal concretas. Así pues, la situación presupuestaria estructural de la zona del euro era mucho más débil y el déficit estructural, es decir, el déficit nominal ajustado del impacto del ciclo económico y de las medidas de carácter transitorio, todavía ascendía al 2% del PIB. Además, la deuda en relación con el PIB de la zona del euro se situaba en torno al 66% del PIB en 2007, es decir, solo

unos 6 puntos porcentuales por debajo del nivel registrado cuando se introdujo el euro en 1999. Las variables fiscales fundamentales también variaban sustancialmente de unos países a otros.

La imposibilidad de lograr una situación presupuestaria sólida antes de la crisis puede atribuirse, principalmente, a dos deficiencias institucionales. En primer lugar, el componente preventivo del Pacto de Estabilidad y Crecimiento reformado no se aplicó plenamente, y solo unos pocos países alcanzaron su objetivo presupuestario a medio plazo o cumplieron los requisitos mínimos de ajuste establecidos para alcanzar dicho objetivo. En segundo lugar, el procedimiento de déficit excesivo no se aplicó rigurosamente a los países que sobrepasaron el criterio de déficit del 3% del PIB, es decir, nunca se impusieron sanciones. Además, los mercados financieros tampoco proporcionaron los incentivos necesarios para garantizar la disciplina presupuestaria. Hasta principios de

16 Véase la declaración del Consejo de Gobierno del BCE, de 21 de marzo de 2005, relativa al informe del Consejo ECOFIN sobre la mejora de la aplicación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento.

### Algunos Indicadores presupuestarios

	Saldo fiscal en relación con el PIB				Deuda pública en relación con el PIB				Pagos por intereses en relación con el PIB			
	1998	Variación	Variación	2011	1998	Variación	Variación	2011	1998	Variación	Variación	2011
		1998- 2007	2007- 2010			1998- 2007	2007- 2010			1998- 2007	2007- 2010	
Bélgica	-0,9	0,9	-3,8	-3,7	117,2	-33,2	12,0	98,0	7,3	-3,4	-0,5	3,3
Alemania	-2,3	2,6	-4,5	-1,0	60,5	4,7	17,9	81,2	3,4	-0,6	-0,3	2,7
Estonia	-0,7	3,1	-2,1	1,0	6,0	-2,3	3,0	6,0	0,5	-0,4	0,0	0,1
Irlanda	2,4	-2,3	-31,2	-13,1	53,0	-28,2	67,6	108,2	3,3	-2,3	2,1	3,4
Grecia	-3,9	-2,6	-3,9	-9,1	95,4	12,0	37,5	165,3	8,2	-3,7	1,2	6,9
España	-3,0	4,9	-11,3	-8,5	64,2	-27,9	25,0	68,5	4,2	-2,6	0,3	2,4
Francia	-2,6	-0,1	-4,3	-5,2	59,5	4,7	18,1	85,8	3,3	-0,6	-0,3	2,6
Italia	-2,7	1,0	-3,0	-3,9	114,2	-11,2	15,5	120,1	7,9	-2,9	-0,4	4,9
Chipre	-4,2	7,7	-8,8	-6,3	59,2	-0,4	2,7	71,6	3,1	0,0	-0,8	2,5
Luxemburgo	3,4	0,3	-4,5	-0,6	7,1	-0,4	12,4	18,2	0,4	-0,2	0,2	0,5
Malta	-9,9	7,6	-1,4	-2,7	53,4	8,8	7,2	72,0	3,2	0,1	-0,3	3,1
Países Bajos	-0,9	1,1	-5,3	-4,7	65,7	-20,4	17,6	65,2	4,7	-2,5	-0,2	2,0
Austria	-2,4	1,5	-3,6	-2,6	64,4	-4,2	11,7	72,2	3,6	-0,8	-0,1	2,6
Portugal	-3,9	0,7	-6,7	-4,2	50,3	18,0	25,1	107,8	3,1	-0,2	-0,1	3,9
Eslovenia	-2,4	2,3	-6,0	-6,4	23,1	-0,1	15,7	47,6	2,2	-0,9	0,4	2,0
Eslovaquia	-5,3	3,5	-5,9	-4,8	34,5	-4,9	11,5	43,3	2,5	-1,1	0,0	1,6
Finlandia	1,6	3,7	-7,8	-0,5	48,4	-13,2	13,2	48,6	3,5	-2,1	-0,4	1,1
Zona del euro	-2,3	1,6	-5,6	-4,1	72,8	-6,5	19,2	88,0	4,5	-1,6	-0,2	3,1

Fuentes: Comisión Europea y previsiones económicas de la Comisión Europea de primavera de 2012.

Notas: Los niveles correspondientes a 1998 y 2011 se expresan en porcentaje del PIB. Las variaciones durante los periodos 1998-2007 y 2007-2010 se expresan en puntos porcentuales. En cuanto a las variaciones del saldo presupuestario en relación con el PIB, una cifra positiva (negativa) muestra una mejora (un deterioro) del saldo presupuestario.

2008, los Gobiernos emitieron deuda a tipos de interés muy similares, a pesar de la divergencia de sus situaciones presupuestarias (véase gráfico 3), con lo que se redujeron los incentivos para adoptar estrategias de consolidación más ambiciosas.

Por lo que respecta al sector privado, varios países de la zona del euro registraron abultados y persistentes desequilibrios por cuenta corriente, así como aumentos de los costes laborales unitarios, que se tradujeron en una pérdida de competitividad<sup>17</sup>. Además, el creciente apalancamiento del sector privado vino acompañado, en algunos casos, de un auge del mercado inmobiliario, y en varios países se observó una tendencia a la «acumulación» de diversos desequilibrios macroeconómicos: el apalancamiento de las sociedades no financieras y de los hogares, por ejemplo, aumentó significativamente en países que registraban déficits por cuenta corriente, pero se mantuvo prácticamente estable en países que arrojaban superávits por cuenta corriente. Por otra parte, el aumento del apalancamiento en el sector no financiero en los países con déficit tendió a ir acompañado de un mayor apalancamiento de las entidades de crédito<sup>18</sup>. Todo ello se produjo en un marco de

gobernanza en el que no se preveían el seguimiento y la prevención de la acumulación de esos desequilibrios macroeconómicos, que, por otra parte, tampoco se contemplaban en las políticas fiscales, estructurales o financieras aplicadas a escala nacional.

En esencia, varios países de la zona del euro se vieron sumidos en la crisis financiera en una situación en la que sus variables fiscales fundamentales distaban mucho de ser perfectas, y algunos de ellos soportaban además la carga de abultados desequilibrios en el sector privado.

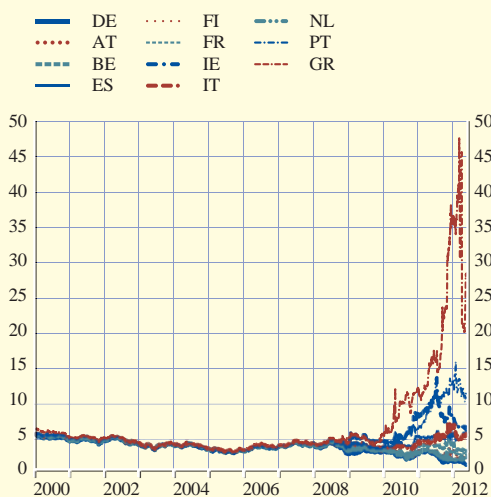
#### 4 LA POLÍTICA MONETARIA Y LA POLÍTICA FISCAL ADOPTADAS FRENTE A LA INESTABILIDAD FINANCIERA

La crisis financiera global se inició el verano de 2007, se intensificó en el otoño de 2008 y fue seguida de la recesión mundial más profunda registrada en décadas. Para hacer frente a la escala de la crisis, los Gobiernos y los bancos centrales de todo el mundo adoptaron medidas de política económica, con frecuencia sin precedentes bien por su magnitud o por su alcance.

Por lo que respecta a la zona del euro, el Eurosistema respondió a la crisis financiera con una combinación de medidas convencionales y no convencionales. Las primeras dieron lugar a un significativo recorte de los tipos de interés en 2008 y 2009, mientras que las segundas adoptaron la forma de apoyo al crédito para el sistema bancario. Durante el período comprendido entre 2007 y 2009 este apoyo incluyó: i) la provisión de liquidez ilimitada a las entidades de crédito de la zona del euro a un tipo de interés fijo en todas las operaciones de financiación, previa presentación de los activos de garantía adecuados; ii) la prórroga del vencimiento

Gráfico 3 Rendimiento de la deuda pública a diez años en algunos países de la zona del euro

(porcentaje)



Fuente: Thomson Reuters Datastream.

Nota: La última observación corresponde al 22 de mayo de 2012.

17 Para un análisis de la evolución de los costes laborales en los países de la zona del euro entre 1999 y 2007, véase el artículo titulado «Seguimiento de la evolución de los costes laborales en los países de la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, noviembre de 2008.

18 Véase el artículo titulado «Sectoral balances and euro area financial integration», *Financial Integration in Europe*, BCE, abril de 2012. El apalancamiento bancario se mide utilizando los activos y los pasivos nacionales. Por construcción, la dinámica de las ratios nacionales no se ve afectada por la variación del precio de los activos.

máximo de las operaciones de financiación, de los tres meses habituales antes de la crisis hasta un año; iii) la ampliación de la lista de activos aceptados como garantía; iv) la provisión de liquidez en divisas (especialmente, en dólares estadounidenses), y v) las compras simples en el mercado de bonos garantizados. Cabe señalar que estas medidas no convencionales complementaron un marco operativo que ya era «amplio» —en términos internacionales—, en el sentido de que, básicamente, permitía a todas las entidades de crédito obtener financiación presentando una amplia gama de activos de garantía.

El objetivo de todas estas medidas era mitigar los efectos adversos que el comportamiento disfuncional de los mercados monetarios estaba teniendo sobre la liquidez de las entidades de crédito solventes de la zona del euro y, en última instancia, sobre los mercados de crédito y los tipos de interés a más largo plazo. Por consiguiente, dichas medidas contribuyeron a respaldar el flujo de crédito a empresas y hogares y a contrarrestar los riesgos para la estabilidad de precios.

Las medidas de política económica adoptadas por los Gobiernos a nivel nacional incluyeron no solo medidas de estímulo fiscal (que se habían acordado a nivel de la UE), sino también medidas de apoyo al sector financiero<sup>19</sup>. Estas medidas, sumadas a la fuerte contracción del PIB y al funcionamiento de los estabilizadores automáticos en una economía en contracción, dieron lugar a un rápido aumento de las ratios de déficit y deuda pública.

Como se indica en el cuadro, el saldo presupuestario en relación con el PIB de la zona del euro en su conjunto aumentó 5,6 puntos porcentuales durante el período comprendido entre 2007 y 2010, mientras que la deuda pública en relación con el PIB se disparó casi 20 puntos porcentuales. Este deterioro de las finanzas públicas y las desfavorables perspectivas económicas desencadenaron un fuerte incremento de los diferenciales de la deuda soberana, dado que los inversores comenzaron a cambiar su percepción respecto a la fortaleza presupuestaria y a las perspectivas de crecimiento de algunos países. Sin embargo, no puede descartarse

que, durante algunos períodos, los rendimientos de la deuda soberana experimentaron un alza exagerada. Este es precisamente el riesgo que ya se había reconocido en el Informe Delors, a saber, que «la opinión del mercado acerca de la solvencia de los prestatarios oficiales tiende a cambiar bruscamente» y que «la presión ejercida por las fuerzas del mercado podría ser, o bien demasiado lenta y débil, o bien excesivamente brusca y distorsionadora».

En la mayoría de los países de la zona del euro, el primer incremento acusado de los diferenciales de la deuda soberana, observado en el otoño de 2008, se atribuyó a una «transferencia del riesgo» desde el sistema financiero a los Gobiernos<sup>20</sup>, tras la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de ese año. Las medidas adoptadas a nivel nacional para hacer frente a la crisis, que consistieron, en particular, en diversas formas de avales públicos y de medidas de rescate para el sector financiero, redujeron la percepción de riesgo de las entidades de crédito. A su vez, los tenedores de bonos comenzaron a aceptar rendimientos más bajos de los bonos bancarios y al exigir rendimientos más altos de los títulos de deuda soberana. Esta situación vino acompañada de una reevaluación y de una revisión general del riesgo en los mercados financieros, que dieron lugar a un nuevo incremento generalizado de los diferenciales de la deuda soberana de la zona del euro. Durante los meses siguientes, dichos diferenciales siguieron aumentando, en un contexto en el que la información que se iba

19 Ascendieron en total al 5,2% del PIB de la zona del euro durante el período transcurrido entre 2008 y 2011 (véase el cuadro 1 del artículo titulado «Análisis de la sostenibilidad de la deuda pública en la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, abril del 2012). Para una visión general de las medidas de apoyo al sector financiero, véanse, por ejemplo, A. Petrovic y R. Tutsch, «National rescue measures in response to the current financial crisis», *Legal Working Paper Series*, n.º 8, BCE, julio de 2009; o S. M. Stolz y M. Wedow, «Extraordinary measures in extraordinary times – public measures in support of the financial sector in the EU and the United States», *Occasional Paper Series*, n.º 117, BCE, julio de 2010. Véase también A. Van Riet (ed.), «Euro area fiscal policies and the crisis», *Occasional Paper Series*, n.º 109, BCE, abril de 2010.

20 Véanse, por ejemplo, M.-G. Attinasi, C. Checherita-Westphal y C. Nickel, «What explains the surge in euro area sovereign spreads during the financial crisis of 2007-09?», *Public Finance and Management*, vol. 10, n.º 4, 2010, pp. 595-645; y J. Eijsing y W. Lemke, «The Janus-headed salvation – sovereign and bank credit risk premia during 2008-09», *Economics Letters*, vol. 110, n.º 1, 2011, pp. 28-31.



conociendo sobre cada país, y que afectaba a las percepciones respecto a la sostenibilidad de las finanzas públicas, se convirtió cada vez más en uno de los principales factores determinantes de las primas de los seguros de riesgo de crédito de la deuda soberana<sup>21</sup>.

Pronto se hizo evidente que el valor de la deuda soberana no era simplemente un barómetro para calibrar el riesgo de crédito y de liquidez inherente a la deuda pública. Por el contrario, las propias valoraciones de la deuda estaban teniendo un fuerte impacto en otros segmentos de los mercados financieros y en la economía real, así como en la política monetaria. La caída del valor de la deuda pública se convirtió en un fuerte lastre para los balances de las entidades de crédito, ya que las valoraciones más bajas de la deuda pública reducen, ceteris paribus, la solvencia de dichas entidades e impulsan al alza los costes de su financiación de mercado. Junto con la «transferencia de riesgo» inicial del sector financiero a los deudores soberanos, el impacto negativo de las valoraciones de la deuda pública sobre las entidades de crédito completó la primera espiral de reacciones adversas entre los mercados de deuda soberana y el sector financiero.

A medida que la crisis siguió desarrollándose, continuó la espiral bajista. Las entidades de crédito, enfrentadas a restricciones de financiación como consecuencia del debilitamiento de sus balances, endurecieron los criterios de concesión de crédito<sup>22</sup>. Las repercusiones negativas que ese comportamiento tuvo sobre la economía real generaron tensiones en las finanzas públicas, dado que los estabilizadores automáticos reaccionaron ante la desaceleración económica y las entidades de crédito con problemas necesitaron más apoyo. Como resultado de este círculo vicioso, las evaluaciones del riesgo de crédito de los emisores soberanos y bancarios quedaron estrechamente vinculadas (véase gráfico 4).

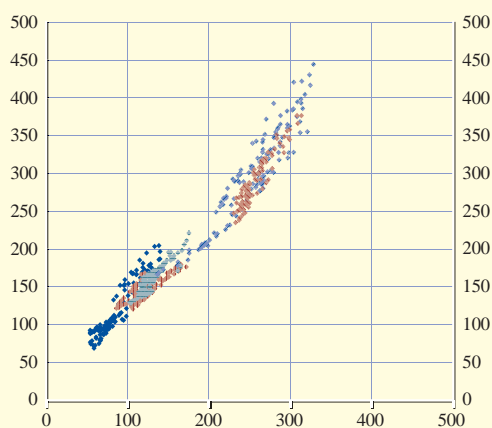
Además de los efectos de contagio negativos entre los mercados de deuda soberana y el sector bancario, se produjo, probablemente, un contagio entre los mercados de deuda soberana de la zona del

**Gráfico 4 Primas de los seguros de riesgo de crédito de la deuda soberana y de los bonos bancarios en la zona del euro**

(puntos básicos)

Eje de abscisas: seguros de riesgo de crédito de la deuda soberana  
Eje de ordenadas: seguros de riesgo de crédito de los bonos bancarios

- ◆ I S 2010
- ◆ II S 2010
- ◆ I S 2011
- ◆ II S 2011
- ◆ I S 2012



Notas: La última observación corresponde al 30 de abril de 2012. Las primas de los seguros de riesgo de crédito (CDS) de la deuda soberana para la zona del euro se calculan como media ponderada de las primas CDS de cinco años de 11 países de la zona, utilizando las claves del capital del BCE como ponderaciones. Los países son: Alemania, Francia, Italia, España, Países Bajos, Portugal, Bélgica, Austria, Finlandia, Eslovaquia e Irlanda. Las primas de los CDS de bonos bancarios se calculan como media simple de diez grandes bancos de la zona. Cada punto representa la pareja de CDS (prima de los CDS de la deuda soberana y prima de los CDS de los bonos bancarios) en un día determinado de cada período de seis meses.

euro. En un sentido amplio, se produce un contagio cuando un incremento «idiosincrásico» (es decir, específico de un país) de los rendimientos de la deuda de un Estado miembro da lugar a un aumento de los rendimientos de otro Estado miembro que no refleja cambios en las variables fundamentales de este último. Por consiguiente, los Estados miembros que son víctimas de un contagio incurren en una externalidad o «coste social», ya que tienen que pagar intereses más elevados por su deuda exclusivamente como resultado de unos efectos de contagio que nada tienen que ver

21 Véase, por ejemplo, el recuadro titulado «Common trends in euro area sovereign credit default swap premia», *Financial Stability Review*, BCE, junio de 2011.

22 Véase, por ejemplo, el recuadro titulado «Resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro correspondiente al cuarto trimestre de 2011», *Boletín Mensual*, BCE, febrero de 2012.

con las variables fundamentales. Aunque el contagio resulta difícil de captar tanto conceptual como cuantitativamente, existe evidencia descriptiva y basada en modelos de que, durante la crisis de la deuda soberana de la zona del euro, se han observado rendimientos demasiado altos que no se justifican por una reacción normal de los mercados ante cambios en las variables fundamentales<sup>23</sup>.

A comienzos de mayo de 2010, las tensiones en los mercados de deuda soberana de algunos países de la zona del euro alcanzaron nuevos máximos y se propagaron a otros segmentos de los mercados financieros. En particular, la liquidez en los mercados monetarios a un día y a plazo más largo experimentó un notable deterioro, debido probablemente al aumento del riesgo de contrapartida entre las entidades de crédito. Al verse gravemente afectado el funcionamiento normal del mercado monetario, se puso en peligro un elemento crucial en las primeras etapas del mecanismo de transmisión de la política monetaria. En última instancia, quedó en situación de riesgo la propia capacidad de los bancos para proporcionar crédito a la economía real. En vista de lo anterior, el BCE adoptó varias medidas de política monetaria no convencionales; entre ellas, el programa para los mercados de valores<sup>24</sup>. Este programa tiene por objeto que el Eurosistema realice intervenciones, neutrales desde el punto de vista de la liquidez, en los mercados de deuda pública y privada de la zona del euro, a fin de asegurar la profundidad y la liquidez en los segmentos del mercado que muestran un comportamiento disfuncional y restablecer el funcionamiento apropiado del mecanismo de transmisión de la política monetaria.

Tras la decisión de los jefes de Estado y de Gobierno de recurrir a la participación del sector privado en el caso de Grecia, las tensiones en los mercados de deuda soberana se intensificaron de nuevo en el verano de 2011. En consecuencia, a las entidades de crédito de la zona del euro se les dificultó cada vez más el acceso a la financiación de mercado, lo que, a su vez, afectó al flujo de crédito a los hogares y a las sociedades no financieras de la zona<sup>25</sup>. Para contrarrestar el acusado deterioro del proceso de intermediación financiera y garantizar que la

política monetaria del BCE siguiera transmitiéndose eficazmente a la economía real, el BCE reintrodujo y amplió varias de las medidas de política monetaria no convencionales en el segundo semestre de 2011<sup>26</sup>. Por último, en diciembre de 2011 el Consejo de Gobierno del BCE anunció medidas adicionales de apoyo al crédito bancario y a la liquidez en el mercado monetario de la zona del euro. Concretamente, decidió realizar dos operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) con vencimiento a tres años y la opción de reembolso anticipado transcurrido un año. El efecto de estas medidas se está evaluando todavía, pero un análisis preliminar de estas dos OFPML sugiere que contribuyeron a mejorar la financiación de las entidades de crédito y, por ende, eliminaron los obstáculos que dificultaban la provisión de crédito a la economía real<sup>27</sup>.

Un desafío especial para la política monetaria al diseñar las medidas no convencionales fue la heterogeneidad de la situación financiera en los países de la zona del euro, que había aumentado considerablemente durante la crisis. Si bien el mandato de preservar la estabilidad de precios en el conjunto de la zona era el principio que guiaba todas las

23 Véanse, por ejemplo, la conferencia titulada «Sovereign contagion in Europe», de José Manuel González-Páramo, miembro del Comité Ejecutivo del BCE, Londres, 25 de noviembre de 2011; y el artículo titulado «The euro area sovereign crisis: monitoring spillovers and contagion», *Research Bulletin*, n.º 14, BCE, otoño de 2011.

24 Véase el recuadro titulado «La evolución de los mercados financieros a principios de mayo», *Boletín Mensual*, BCE, junio de 2010.

25 Véase gráfico 1, *Euro area bank lending survey*, BCE, enero de 2012.

26 Incluidas: i) la reintroducción de operaciones a plazo más largo, con una de seis meses aproximadamente (llevada a cabo en agosto de 2010) y más tarde dos operaciones adicionales de aproximadamente 12 meses y 13 meses (realizadas en octubre de 2011); ii) la aplicación activa del programa para los mercados de valores (agosto de 2011); iii) tres operaciones adicionales de inyección de liquidez en dólares estadounidenses con vencimiento aproximado de tres meses que abarcan el fin de año (septiembre de 2011) – una medida acordada en coordinación con otros principales bancos centrales; iv) una decisión para prolongar las subastas a tipo de interés fijo con adjudicación plena en todas las operaciones de financiación adjudicadas hasta, al menos, la primera mitad de 2012; v) un nuevo programa de adquisición de bonos garantizados, y vi) una acción coordinada con otros bancos centrales con el fin de potenciar su capacidad para inyectar liquidez en el sistema financiero global a través de acuerdos de provisión de liquidez (línea *swap*).

27 Véase el recuadro titulado «Impacto de las dos operaciones de financiación a plazo más largo a tres años», *Boletín Mensual*, BCE, marzo de 2012.

medidas, algunas de las medidas no convencionales tuvieron efectos diferentes según los países, lo que resultaba natural y deseable. Por ejemplo, los países han recurrido a las provisiones de liquidez a largo plazo en distinto grado, como resultado de las diferencias en la situación de los respectivos sistemas bancarios.

## 5 MEDIDAS ACTUALES DE POLÍTICA ECONÓMICA

En general, los años de la crisis han sacado a la luz varias deficiencias en las políticas nacionales, pero también en la gobernanza económica a nivel de la UE, así como en la supervisión y la regulación financieras. En primer lugar, el marco de gobernanza presupuestaria ha demostrado ser inadecuado para fomentar la disciplina en las finanzas públicas a nivel nacional. En particular, ni el componente preventivo ni el componente corrector del Pacto de Estabilidad y Crecimiento han sido elementos disuasorios eficaces contra la acumulación de desequilibrios presupuestarios. En segundo lugar, los mercados financieros no han conseguido enviar las señales adicionales necesarias respecto a la necesidad de mantener una situación presupuestaria sólida. En tercer lugar, no se ha contado con un mecanismo eficaz para contrarrestar la acumulación de desequilibrios potencialmente peligrosos en el sector privado. Como ha demostrado la crisis, esos desequilibrios del sector privado pueden convertirse rápidamente en deuda pública, agudizando así los desequilibrios del sector público. Cuarto, si aumentan los riesgos para la sostenibilidad de las finanzas públicas de un país, ello puede provocar una revisión del valor de su deuda pública, lo que, a su vez, puede repercutir negativamente en el sector financiero de la zona del euro y dar lugar a contagios en los mercados de deuda pública de otros países. No ha existido un marco de política económica para evitar esos efectos de contagio. Por último, aunque el origen y las diversas repercusiones de la crisis financiera puedan haber sido casi imposibles de prever, una mejor supervisión micro y macroprudencial podría haber puesto de manifiesto, en una etapa más temprana, algunos riesgos para el sector financiero de la zona del euro.

La crisis ha permitido extraer enseñanzas tanto a nivel nacional como de la UE. Los Gobiernos se han embarcado en un proceso de consolidación fiscal y reformas estructurales. También está en marcha una profunda reforma de los marcos de gobernanza económica de la UE, así como de supervisión y regulación financieras, que se está complementando con la creación de «cortafuegos» que incluyen marcos de gestión de crisis para hacer frente a la inestabilidad financiera y evitar el contagio a toda la zona del euro. Todos estos esfuerzos están aún en proceso de realización, pero ya se ha progresado en varios ámbitos.

En primer lugar, a partir de 2010 los países de la zona del euro comenzaron a dejar de aplicar medidas de estímulo fiscal y a implementar planes de consolidación. En combinación con un repunte del crecimiento del PIB (tras registrar tasas de crecimiento negativas en 2008 y 2009), el déficit presupuestario de la zona del euro en su conjunto se redujo ligeramente en 2011. No obstante, el grado de consolidación logrado por cada país varió significativamente y 11 de los 17 Estados miembros todavía registraban un déficit superior al umbral del 3 % del PIB en 2011, según las previsiones económicas de la Comisión Europea de primavera de 2012. Por lo que respecta al proceso de ajuste, no hay duda de que, a largo plazo, la consolidación fiscal tiene un efecto positivo y significativo sobre el crecimiento y el empleo. Si bien, a corto plazo, puede tener un efecto moderador sobre la actividad económica, este efecto depende de varios factores, como la composición del ajuste fiscal. De hecho, las estrategias de consolidación suelen tener más éxito y ser más sostenibles si la atención se centra en la partida de gastos presupuestarios.

En segundo lugar, se han puesto en marcha varias iniciativas para restablecer la disciplina presupuestaria y estimular la competitividad. Entre otras, cabe señalar un conjunto de nuevas medidas legislativas (como el «six pack» y el «two pack»), que deberían reforzar tanto el componente preventivo como el componente corrector del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, mejorar la vigilancia presupuestaria y prevenir la acumulación de desequilibrios macroeconómicos. Además, casi todos los

Estados miembros de la UE han suscrito el Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza en la Unión Económica y Monetaria, cuya parte fiscal (el «pacto presupuestario») obliga a todas las partes contratantes a incorporar a la legislación nacional reglas de equilibrio presupuestario y mecanismos de corrección automáticos<sup>28</sup>. También se han adoptado otras medidas para mejorar la competitividad y la convergencia de las economías nacionales (véanse detalles en el recuadro). De hecho, las

reformas estructurales bien diseñadas en los mercados de trabajo y de productos pueden tener un impacto positivo en el crecimiento y el empleo con relativa rapidez y, por consiguiente, pueden ayudar también a mitigar cualquier efecto negativo que la consolidación presupuestaria pueda tener sobre el crecimiento a corto plazo.

28 Véase también el artículo titulado «Un pacto presupuestario para una Unión Económica y Monetaria más fuerte», *Boletín Mensual*, BCE, mayo de 2012.

#### Recuadro

#### EL NUEVO MARCO PARA LA GOBERNANZA ECONÓMICA DE LA UE

Para resolver las deficiencias del marco institucional de la UEM relativo a las políticas fiscales y macroeconómicas, se están elaborando actualmente o se han adoptado ya una serie de importantes medidas, que tratan de mejorar sustancialmente las reglas fiscales de la UEM y contribuir a restablecer la disciplina fiscal necesaria para el buen funcionamiento de la UEM. Estas medidas deberían reforzar, asimismo, la dimensión económica de la UEM y, a su vez, favorecer una mayor integración económica en la zona del euro.

Un paquete de seis nuevos textos legales, denominado «six pack», que entró en vigor en diciembre de 2011, pretende subsanar las principales deficiencias del marco de gobernanza fiscal y económica que se han identificado en el texto principal<sup>1</sup>. En cuanto a las reglas fiscales, el paquete de seis medidas refuerza tanto el componente preventivo como el corrector del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Entre otros aspectos, el paquete: i) presta mayor atención a la deuda pública y a la sostenibilidad presupuestaria; ii) aumenta el grado de automatismo del procedimiento de déficit excesivo, dejando menos margen para consideraciones de carácter político; iii) fortalece el cumplimiento al introducir sanciones financieras rápidas y graduales para los países de la zona del euro si no cumplen las normas, y iv) define con más claridad la senda de ajuste que han de seguir todos los Estados miembros para reducir adecuadamente sus déficits públicos. De manera fundamental, el paquete de seis medidas incluye un nuevo procedimiento para vigilar y prevenir la acumulación de desequilibrios macroeconómicos, que no formaba parte del marco antes de la crisis. Con la ayuda de un abanico de indicadores, que abarca, por ejemplo, los saldos por cuenta corriente, los costes laborales unitarios y los precios de la vivienda, se solicita de la Comisión Europea que identifique la aparición de nuevos desequilibrios y que formule las recomendaciones apropiadas. Al igual que el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, el procedimiento tiene un componente preventivo y un componente corrector. Los países de la zona del euro pueden ser multados si no cumplen las normas.

Para mejorar la vigilancia global de las políticas económicas nacionales, el paquete de seis medidas introduce formalmente el «Semestre Europeo», que incluye un calendario para armonizar la secuencia temporal de todos los elementos de la vigilancia, incluidas las políticas fiscales, macroeconómicas y estructurales. El principal objetivo del Semestre Europeo es garantizar que todas

1 Para información más detallada sobre los elementos de la gobernanza que se tratan en el paquete de seis medidas, así como sobre su valoración, véase el artículo «La reforma de la gobernanza de la zona del euro: elementos esenciales», *Boletín Mensual*, BCE, marzo de 2011.

las políticas nacionales se analicen y evalúen al mismo tiempo, aunque los procedimientos se lleven a cabo por separado, desde un punto de vista jurídico y procedimental. El nuevo enfoque se aplicó por vez primera en 2011.

Como forma de compromiso político de alto nivel para seguir mejorando la coordinación económica, también en áreas cuya competencia es nacional, todos los países de la zona del euro, así como seis países no pertenecientes a la zona<sup>2</sup>, firmaron en marzo de 2011 el Pacto por el Euro Plus, cuyo objetivo es impulsar la competitividad y la convergencia de las economías nacionales. Los líderes de la zona del euro analizan los objetivos concretos con carácter anual y la Comisión Europea vigila su puesta en práctica.

Pronto quedó claro que los países de la zona del euro tendrán que adoptar medidas que complementen el paquete de seis medidas para reforzar la vigilancia de las políticas económicas, así como promover la estabilidad financiera en la zona del euro y mitigar el riesgo de contagio.

En noviembre de 2011, la Comisión Europea propuso dos reglamentos dirigidos específicamente a la zona del euro, que se denominan «two pack». Estos reglamentos están terminándose de elaborar en estos momentos y se prevé que entren en vigor antes del otoño de 2012. El primer reglamento tiene por objeto la mejora de la vigilancia presupuestaria; en concreto, a través de la valoración previa de los borradores de los planes presupuestarios nacionales por parte de la Comisión. Si se concluye que los borradores de los presupuestos no cumplen los requisitos del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, la Comisión puede exigir que se revisen. Además, la Comisión vigilará con especial atención la ejecución presupuestaria en el año de los países con déficit excesivo y formulará, en su caso, nuevas recomendaciones. El segundo reglamento propone reforzar la vigilancia en materia de estabilidad financiera en los países de la zona del euro que experimentan o pueden experimentar dificultades. Es decisión de la Comisión si somete o no a un país de la zona del euro a vigilancia reforzada. Dicha vigilancia implica, entre otros aspectos, el aumento del control presupuestario y una obligación de llevar a cabo pruebas de resistencia en el sector bancario, en cooperación con la Autoridad Bancaria Europea. Las misiones para recabar información realizadas por la Comisión, en cooperación con el BCE, se traducirán en posibles recomendaciones para adoptar nuevas medidas correctoras.

El último elemento de la reforma del marco de gobernanza económica es el Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza en la Unión Económica y Monetaria, firmado en marzo de 2012 por todos los Estados miembros de la UE, salvo el Reino Unido y la República Checa. En particular, la parte fiscal del Tratado, el «pacto presupuestario», es esencial para lograr la disciplina fiscal, pues obliga a todos los países a recoger en la legislación nacional reglas de equilibrio presupuestario y un mecanismo de corrección automático<sup>3</sup>.

En resumen, la reforma del marco de gobernanza económica constituye un primer e importante paso para reforzar los cimientos de la UE. De cara al futuro, la aplicación y el cumplimiento rigurosos de las nuevas normas serán fundamentales para garantizar su éxito.

2 Los seis países no pertenecientes a la zona del euro que firmaron el Pacto por el Euro Plus fueron Bulgaria, Dinamarca, Letonia, Lituania, Polonia y Rumanía.

3 Para más información sobre el pacto presupuestario, véase el artículo titulado «Un pacto presupuestario para una Unión Económica y Monetaria más fuerte», *Boletín Mensual*, BCE, mayo de 2012.



En tercer lugar, se está trabajando para mejorar los procedimientos de detección y tratamiento de los riesgos para la estabilidad financiera. En este sentido, es esencial la reforma en curso del marco de regulación financiera internacional, que está siendo supervisada por el Consejo de Estabilidad Financiera. Hasta ahora, y en el contexto de esta reforma, se ha producido la adopción del marco de Basilea III de nuevas normas de capital y liquidez para las entidades de crédito y, a nivel de la UE, la introducción de un sistema más integrado de supervisión prudencial. El Sistema Europeo de Supervisión Financiera comprende la Junta Europea de Riesgo Sistémico, en la vertiente macroprudencial, y tres Autoridades Europeas de Supervisión (AES) —la Autoridad Bancaria Europea (EBA), la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación (EIOPA) y la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) — en la vertiente microprudencial. Se han alcanzado algunos progresos en la preparación de un código normativo único, que debería fomentar la coordinación entre los supervisores nacionales y estimular la convergencia de las prácticas de supervisión nacionales.

Por último, las mejoras en la gobernanza económica, así como en la supervisión y regulación financieras, se están complementando con la creación de cortafuegos para hacer frente de forma rápida y eficaz a las amenazas para la estabilidad financiera y al contagio entre los mercados. Este aspecto merece mención especial, dado que el marco anterior a la crisis no incluía instrumentos para la gestión de crisis. En este contexto, la Facilidad Europea de Estabilización Financiera (FEEF) y su sucesor, el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) son importantes elementos añadidos a la arquitectura de la UEM<sup>29</sup>.

Pese a los notables progresos alcanzados, todavía es necesario abordar varios aspectos importantes, en particular en lo que se refiere a las salvaguardias para la estabilidad financiera en la zona del euro. Habida cuenta del nivel actual de integración financiera, es esencial contar con mejores mecanismos internacionales de protección finan-

ciera. Como primera medida para lograr un sistema más unificado de recuperación y resolución bancarias, la Comisión Europea ha adoptado recientemente una propuesta que contempla un conjunto armonizado de instrumentos de prevención, medidas de intervención temprana y mecanismos de resolución, así como un marco de cooperación entre las autoridades nacionales, que no suponga centralización<sup>30</sup>. No obstante, la creación de una autoridad europea única de resolución constituiría un auténtico cambio en la red de protección financiera, a fin de reflejar el grado de integración financiera en la UEM. Bajo el control y la responsabilidad de una autoridad de esa naturaleza —dotada de los instrumentos apropiados para respaldar de forma eficaz la estabilidad financiera— podrían aprovecharse plenamente las sinergias entre un sistema de garantía de depósitos supranacional y un fondo de resolución igualmente supranacional.

Una mejor gobernanza económica, combinada con un marco de estabilidad financiera mejorado, podría ayudar a romper la peligrosa espiral de reacciones adversas entre el Gobierno y el sector financiero. Si los Gobiernos cumplen su obligación de garantizar la prudencia fiscal, y si el nuevo marco de gobernanza económica se aplica de forma coherente, los inversores comenzarán a recobrar la confianza y los precios de la deuda soberana se ajustarán en consonancia. Si las entidades de crédito vuelven a tener una rentabilidad sostenible, así como unos perfiles de liquidez y capital sólidos, serán menos vulnerables a la volatilidad financiera y a los cambios en las valoraciones de los activos, incluidos los relacionados con las tenencias de deuda pública. Si bien este es el escenario ideal, el tiempo necesario para lograrlo dependerá de la rapidez y de la integridad con que se implante el marco contemplado.

29 Véanse, por ejemplo, el artículo titulado «El nuevo marco de la UE para la gestión y resolución de las crisis financieras», *Boletín Mensual*, BCE, julio de 2011; y el artículo titulado «El mecanismo europeo de estabilidad», *Boletín Mensual*, BCE, julio de 2011.

30 Véase nota de prensa de la Comisión Europea, IP/12/570, 6 de junio de 2012.

## 6 CONCLUSIONES

No ha pasado ni siquiera una década desde su inicio, cuando la UEM se ha visto afectada por las turbulencias financieras internacionales y, posteriormente, ha experimentado su propia crisis de deuda soberana. Aparte de las enseñanzas a escala mundial extraídas de la crisis, estos años han impartido lecciones importantes —aunque dolorosas— sobre las deficiencias en el diseño de la UEM y la insuficiente aplicación de sus reglas de política económica. El marco de gobernanza económica no logró imponer la disciplina fiscal en todos los países de la zona del euro, ni identificar y corregir a tiempo la acumulación de desequilibrios macroeconómicos. Además, la peligrosa interacción entre las tensiones observadas en las finanzas públicas y las amenazas para el sistema financiero fue un fenómeno novedoso (al menos, en cuanto a su alcance) y realmente desestabilizador.

Ya se han adoptado medidas decididas para establecer un mejor marco de gobernanza económica, con el fin de lograr la disciplina fiscal y mejorar la competitividad de los países de la zona del euro. En paralelo, está en marcha también una profunda reforma del marco de supervisión y regulación financieras para reforzar la capacidad de resistencia del sistema financiero. Por último, se han creado cortafuegos, que incluyen instrumentos para la gestión de crisis, para salvaguardar más aún la estabilidad financiera, en concreto haciendo frente al riesgo de contagio entre países y entre distintos segmentos de los mercados financieros.

Por el contrario, el conjunto de principios que rigen la política monetaria —es decir, el mandato de estabilidad de precios, la independencia de los bancos centrales, la prohibición de financiación monetaria—, así como el marco operacional y de estrategia de política monetaria, han funcionado bien y su historial ha estado lleno de éxitos en términos de estabilidad de precios, tanto antes como después de la crisis. Además, el marco proporcionó al BCE la flexibilidad suficiente para adoptar medidas durante la crisis financiera.

No obstante, la transformación de la crisis financiera en una crisis bancaria y de deuda soberana durante los últimos dos o tres años ha planteado varios desafíos para la política monetaria de la zona del euro. La política monetaria ha tenido que afrontar el deterioro de las finanzas públicas y la volatilidad en los mercados de deuda soberana, diversas amenazas para la estabilidad financiera y el círculo vicioso de reacciones adversas entre las tensiones en los mercados de deuda soberana y un sistema financiero en dificultades. En respuesta, el Eurosistema ha tenido que introducir nuevas y diversas medidas no convencionales para hacer frente a los problemas de liquidez existentes en los mercados interbancarios y a la disfunción del mecanismo de transmisión de la política monetaria.

Esta interacción potencialmente conflictiva entre la política monetaria, la política fiscal y la estabilidad financiera constituye un complicado «triángulo» de interacciones que añade otro polo al típico «dipolo» de interacción entre la política monetaria y la fiscal. Las mencionadas reformas del marco de gobernanza económica y la reestructuración del sistema financiero podrían mitigar estas tensiones. El restablecimiento de unas finanzas públicas sólidas abordaría las causas determinantes de las recientes tensiones en los mercados de deuda soberana. Este restablecimiento, sumado a una mejor supervisión y regulación del sistema financiero y al establecimiento de cortafuegos, ayudará a evitar la peligrosa espiral de reacciones adversas entre las tensiones en los mercados de deuda soberana y la inestabilidad financiera que ha conformado la crisis de la deuda soberana de la zona del euro.

Si las reformas logran disciplinar las finanzas públicas, reducir los desequilibrios macroeconómicos y salvaguardar la estabilidad financiera, liberarán a la política monetaria de tener que afrontar externalidades negativas de otras áreas de la política económica, al tratar de mantener la estabilidad de precios. Sin embargo, el éxito de las medidas adoptadas dependerá en última instancia de la velocidad y del alcance de su aplicación, de su ejecución y, lo que es más importante, del compromiso

de los Gobiernos nacionales con el cumplimiento de las reglas acordadas y con las reformas de política económica prometidas.

En caso de que tenga éxito, todo lo anterior se traducirá en un mejor marco para la UEM, con un sistema financiero más resistente, centrado en su tarea fundamental de financiar la economía real,

así como en unas finanzas públicas sólidas regidas por la disciplina presupuestaria y una política monetaria que sigue manteniendo la estabilidad de precios en la zona del euro. En última instancia, las políticas fiscales sólidas y la política monetaria común orientada a la estabilidad se reforzarían mutuamente y constituirían los fundamentos para un crecimiento económico sostenible en la zona del euro.