

¿Una Unión Europea en mutación?

De la crisis financiera a la crisis constitucional del proyecto de integración europea

Agustín José Menéndez

“A esta propiedad privada moderna corresponde el Estado moderno, paulatinamente comprado, en rigor, por los propietarios privados, entregado completamente a éstos por el sistema de la deuda pública y cuya existencia, como revela el alza y la baja de los valores del Estado en la Bolsa, depende enteramente del crédito comercial que le concedan los propietarios privados, los burgueses”

Friedrich Engels y Karl Marx, *La Ideología Alemana*

“Aunque este estado de cosas [un rendimiento suficiente para cubrir el coste de reposición del capital] sería completamente compatible con un cierto grado de individualismo, significaría, no obstante la eutanasia del rentista y, por consiguiente, la eutanasia del poder de opresión acumulativo de los capitalistas para explotar el valor de la escasez del capital”

John Maynard Keynes, *Teoría General*, cap 24

“On ne se grandit pas en affamant la Grèce  
En oubliant Platon, Sophocle et Périclès!  
Nos anciens nous regardent, et nous font le grief  
D'être des épiciers et non pas de vrais chefs!  
Helmut Kohl est furieux et Delors désespère.  
Un seul geste suffit, et demain à Bruxelles  
Desserrez, je vous prie, le nœud de l'escarcelle!”

Anónimo, *L'impromptu de Berlin, un régal en Alexandrins*

Introducción

**§1.** Este trabajo tiene por objeto la descripción sistemática y valoración de las decisiones puntuales y reformas estructurales que la Unión Europea ha tomado desde el verano de 2007 para hacer frente a las diversas crisis (económica, financiera, fiscal y de diseño de la unión monetaria y económica) que se han abatido sobre el viejo continente (y en cierta medida, todas las economías capitalistas) desde esa fecha.

**§2.** La reconstrucción y evaluación crítica de todas esas medidas exige que las mismas se sitúen en su contexto socio-económico. Es por ello que en la sección primera se ofrece al lector una descripción somera de las cuatro vulnerabilidades estructurales de la estructura socio-económica de la Unión Europea que han dado pie a la cuádruple crisis que sufrimos: la crisis secular de crecimiento la financiarización de la economía, los déficits estructurales de buena parte de los estados miembros de la Unión Europea (y muy especialmente, de los estados periféricos, los popularmente conocidos como “PIGS”) y el carácter asimétrico de la unión monetaria y económica. Algunas de estas vulnerabilidades lo son del sistema económico capitalista “tardío”, si se me permite usar una expresión otrora en boga. Otras son intrínsecas a decisiones que tomaron los ciudadanos europeos y sus representantes. Dado que la Unión

Europea es la primera potencia económica del mundo (y la zona euro por sí sola la segunda), ambos tipos de “fallas” están directamente relacionadas.

§3. En las secciones segunda, tercera y cuarta se describen de forma sistemática las decisiones puntuales y las reformas estructurales que la Unión Europea ha tomado y llevado a cabo en respuesta a las crisis. Se distinguen tres períodos (del verano de 2007 a finales de 2009, de inicios de 2010 al verano de 2011, y en los meses transcurridos desde entonces) en función del diagnóstico de las causas de la crisis que subyace al conjunto de medidas adoptadas. En el primer período, se partía de la premisa que la crisis era una crisis financiera, esencialmente “importada” de los Estados Unidos. La existencia misma de la Unión Europea habría “protegido” a los estados de la eurozona (y por extensión, a todos los estados de la Unión) de consecuencias aún peores. Tales asunciones condujeron a la conclusión de que el objetivo de la Unión había de ser reducir el impacto de esta crisis “importada” en la “economía real” europea, mediante una serie de ayudas financieras a los bancos y de “estímulo” de la economía no financiera (paradójicamente llamada real), al tiempo que se introducían cambios en el marco regulatorio financiero, de modo que se redujese el riesgo de “exposición” a futuras crisis “exógenas”. En el segundo período, la crisis de la deuda pública griega, y después irlandesa y portuguesa (y de forma latente e intermitente, española, italiana, belga y chipriota) condujeron a una parcial redefinición de los objetivos de la Unión en el gobierno de la crisis. La asfixia fiscal griega rompe las costuras de la unión monetaria y económica tal y como fuera diseñada en Maastricht y en Ámsterdam. Se diseñan mecanismos institucionales y financieros de “resolución” de crisis fiscales en el interior de la eurozona, pese a la renuencia de los estados que forman el “núcleo duro” de la unión monetaria, y muy especialmente Alemania, Holanda y Finlandia. Pese a ello, la sombra de la caracterización de la crisis como “exógena” sigue siendo alargada, lo que explica en buena medida que la crisis griega, así como las posteriores irlandesa y lusa, se caracterizaran como crisis de “liquidez” y no como crisis de “solvencia”. La consecuencia es que las medidas adoptadas se presentan como coyunturales, cuando en realidad tienen un calado y trascendencia estructural; y que posponen más que resuelven la crisis. La tercera fase se caracteriza por la aceptación, siquiera sea a regañadientes, de la complejidad y profundidad de la crisis, y de la estrecha relación que media entre sus distintos componentes (económico, financiero, fiscal y de diseño de la Unión Monetaria). La compleja “quita” griega articulada a través de una alambicada ingeniería financiera supone, en cualquier caso, la aceptación de que el problema no lo es tan solo de liquidez, sino de solvencia. Y de que las crisis europeas distan de ser compartimentos estancos. La reforma del Pacto de Estabilidad, si bien lejos de conducir a un modelo definitivo, hace explícito el profundo cambio de modelo constitucional en marcha.

§4. En la sección quinta, que contiene las conclusiones de este trabajo, se presenta al lector una clave de interpretación constitucional de la crisis. Sostengo que las crisis económica, fiscal, financiera y de modelo de la unión monetaria han desembocado en otras dos graves crisis. La primera, la crisis del derecho constitucional democrático. Como ya se ha dicho en esta introducción, las cuatro crisis europeas han terminado por romper las costuras del derecho constitucional de la Unión Europea; pero también del derecho constitucional nacional (de forma clara y neta en los PIGS, al arrollar la austeridad partes fundamentales del estado social y democrático de derecho y al aparecer esa extraña criatura que es el constitucionalismo exprés). Rotos los diques constitucionales por la fuerza de las tempestades de la crisis, la presión de los acontecimientos ha llevado a los dirigentes europeos a decisiones

que sólo cabe reconciliar con el ordenamiento constitucional vigente buscando “huecos constitucionales” (siendo un caso paradigmático al respecto la Facilidad de Estabilidad Financiera, como veremos). De forma paralela, las cuatro crisis han puesto de relieve los límites del modelo de comunidad política “sintética” o “pluralista” propio de la Unión Europea desde su fundación en 1951. La crisis hace insostenible la ambigüedad constitucional de la Unión Europea, y amenaza con convertir lo que eran virtudes propias de un proceso político complejo en graves defectos, que amenazan con conducir a la Unión a la auto-destrucción.

#### I. De vulnerabilidades estructurales a crisis múltiple

§5. En esta sección sostengo que la llamada “crisis del euro”, “crisis de la eurozona” o “crisis de la Unión Europea” puede ser descrita de forma más precisa como el solapamiento de cuatro crisis larvadas durante largo tiempo: una crisis económica, una crisis financiera, una crisis fiscal y una crisis de modelo de unión monetaria y económica. En la sub-sección primera doy cuenta de los “flancos descubiertos” o vulnerabilidades estructurales que se encuentran detrás de cada una de esta cuatro crisis: la crisis “secular” del modelo de crecimiento continuo propio de las economías capitalistas “tardías”, la elefantiasis del sector financiero, la crisis estructural de las finanzas públicas, y el modelo altamente inestable de unión monetaria y económica asimétrica. En la sub-sección segunda doy breve cuenta de cómo el “pinchazo” de una de las sucesivas burbujas que alimentaron el proceso de financiarización de la economía sirvió de espoleta que hizo explotar las cuatro crisis en gestación descritas en la sub-sección primera. La crisis de las “hipotecas basura” puso de relieve la imposibilidad material de “desenganchar” el sector financiero de la economía no financiera. El subsiguiente “derretimiento” de las entidades financieras condujo, como era inevitable en una economía altamente “financiarizada”, a una crisis económica de forma inmediata. A su vez, la caída libre de los sectores financiero y no financiero puso al descubierto de forma repentina los déficits fiscales estructurales de varios países, causando las “crisis de la deuda pública” de varios estados miembros de la Unión, y mostrando el lado oculto de la unión de transferencias creada por la integración financiera europea. Y las crisis de la deuda pública revelaron la profunda debilidad estructural de un marco constitucional de unión monetaria y económica sustentado en la premisa de que *no se producirían crisis fiscales graves en el interior de la eurozona.*

##### 1. Los cuatro flancos descubiertos de la Unión Europea (circa 2005)

###### A) La fragilidad e insostenibilidad del modelo europeo de crecimiento

§6. La tasa de crecimiento de todos los países de la Unión Europea venía experimentando una mengua constante desde mediados de los años setenta.<sup>1</sup> Tras la grandilocuente retórica de la Estrategia de Lisboa del año 2000 (“*convertirse en la economía basada en el conocimiento más competitiva y dinámica del mundo, capaz de crecer económicamente de manera sostenible con más y mejores empleos y con mayor cohesión social*”)<sup>2</sup> se ocultaba la inexistencia de un modelo

---

<sup>1</sup> Véase, por ejemplo, Barry Eichengreen, *The European Economy since 1945*, Princeton: Princeton University Press, 2008.

<sup>2</sup> Conclusiones de la Presidencia del Consejo Europeo de 23 y 24 de Marzo de 2000, disponibles en [http://www.europarl.europa.eu/summits/lis1\\_es.htm](http://www.europarl.europa.eu/summits/lis1_es.htm). La retórica de la estrategia 2020 consiste en la

de crecimiento incapaz de asegurar la estabilidad del Estado Social y Democrático de Derecho, y muy especialmente, del modelo socio-económico asociado al estado de bienestar.<sup>3</sup> Del círculo virtuoso de los *treinte glorieuses* la economía europea pasó a la estanflación<sup>4</sup> en los años setenta y a un modelo de crecimiento neoliberal en el que los beneficios empresariales se sostenían gracias a un descenso continuado de la participación de las rentas del trabajo en la plusvalía,<sup>5</sup> mientras que el efecto “depresor” de tal descenso sobre la economía se compensaba con un crecimiento del endeudamiento tanto público como privado (y muy especialmente de este último en la última década, de ahí que haya quien, no sin sorna, habla de un modelo de keynesianismo privado).<sup>6</sup> A corto y medio plazo, la deuda estabiliza el nuevo modelo económico. Permite no sólo mantener un nivel de gasto suficiente para que la tasa de crecimiento no se mermada aún en mayor medida, sino que actúa a modo de “pacificador” de las relaciones sociales. Pero la sostenibilidad de este modelo de crecimiento es bien dudosa.

§7. Las causas de este crecimiento anémico e insostenible no sólo son diversas, sino que la importancia relativa que se asigna a cada una de ellas, así como las relaciones que median entre las mismas, depende de las concepciones sociales, políticas y económicas que se sostengan. Pero quizá no sea superfluo indicar que un papel destacado corresponde a la inestabilidad resultante del abandono a principios de los años setenta del sistema monetario internacional de la posguerra, el llamado sistema de Bretton Woods, aunque sólo sea porque el proyecto de integración monetaria europea es resultado inmediato de la quiebra del citado sistema internacional.<sup>7</sup> Como es bien sabido, el sistema de “Bretton Woods” estaba basado en

---

referencia a un crecimiento “inteligente, sostenible, integrador y verde”, lo que podría llevar a pensar a más de uno que el estudio de las políticas comunitarias se haya convertido en una rama de la teología.

<sup>3</sup> Gosta Esping-Andersen, *The Three Worlds of Welfare Capitalism*, Oxford: Oxford University Press, 1989 distingue tres grandes tipos de estado de bienestar en Europa. Y aunque las diferencias entre los Estados Miembros de la Unión en lo que concierne al modelo de estado social pueden ser mayores entre sí que las que algunos de ellos mantienen con el modelo social de Estados Unidos (André Sapir, *Globalization and the Reform of European Social Models*, 44 (2006) *Journal of Common Market Studies*, pp. 369-90, los Estados de la Unión se distinguen netamente por el alto nivel (en términos relativos) de tributación.

<sup>4</sup> El período de estancamiento e inflación (conocido por el horrible neologismo estanflación) se extiende desde el inicio de la primera crisis del petróleo hasta el comienzo de la segunda (1973-1979). La fortaleza relativa de sindicatos y organizaciones de trabajadores se traduce en un crecimiento rápido y marcado de las rentas de trabajo. Ello genera una espiral inflacionista (al tratar de compensar los empleadores los mayores costes laborales mediante un alza del precio de los productos y servicios) al mismo tiempo que la tasa de actividad económica cae.

<sup>5</sup> Al descenso de la participación de las rentas del trabajo contribuyen sin duda los procesos de privatización de empresas públicas y el abandono de los controles sobre los movimientos de capital y establecimiento de las empresas (a los que de forma más vaga suele referirse como procesos de globalización), al generar ambos cambios estructurales que debilitan la posición de los trabajadores y de sus representantes. Michel Husson, *Un Pur Capitalisme Pur*, Lausanne: Page Deux, 2008.

<sup>6</sup> Colin Crouch, *The Strange Non-Death of Neo-Liberalism*, Oxford: Polity Press, 2011. La inflación precedente lleva a fijar la lucha contra la inflación como objetivo prioritario de la política macroeconómica. Ello implica el recurso a una política monetaria muy restrictiva, y por consiguiente, la relativización del objetivo del pleno empleo, parte fundamental del contrato social de la posguerra.

<sup>7</sup> Las contradicciones internas de Bretton Woods están en el origen de los primeros trabajos de la Comisión orientados a la integración monetaria de Europa, condición *sine qua non* para el mantenimiento y desarrollo del mercado único y las políticas sustantivas. Véase el capítulo dedicado a la política monetaria en el ‘Memorandum of the Commission on the action programme for the Community for the second stage’, Brussels, 24 September 1962, especialmente el parágrafo 128 de la página 63: “But monetary policy is of vital importance to the Common Market from another point of view. From the end of the transition period on, if not even sooner economic union will involve fixed

el anclaje del dólar al oro (con la fijación de una paridad de conversión fija) y en tipos de cambio estables del dólar con las restantes divisas. Tales tipos, si bien fijos como queda dicho, eran susceptibles de revisión previo acuerdo multilateral.<sup>8</sup> El relativo declive de la posición de Estados Unidos durante la década de los sesenta, unido a las presiones de gasto derivadas de la política exterior estadounidense (muy especialmente, su implicación en la guerra de Vietnam), condujeron a un conflicto irreconciliable entre la política fiscal que Estados Unidos había de aplicar si quería preservar Bretton Woods y la que habría de seguir si quería atender las necesidades domésticas (o cuando menos, las necesidades que favorecerían la reelección del Presidente en ejercicio). En la segunda mitad de su segundo mandato, Nixon se vio enfrentado de forma clara y neta a este dilema y optó por abandonar Bretton Woods en 1971 (y definitivamente en 1972, tras el fracaso del llamado Acuerdo del Smithsonian).<sup>9</sup> La flotación de las divisas no sólo aumentó la inestabilidad del sistema económico capitalista, al introducir un factor de incertidumbre permanente en la tasa de cambio y por tanto en las perspectivas de las empresas exportadoras o importadoras –con netos efectos sobre la inversión y por tanto la tasa de crecimiento a medio y largo plazo,<sup>10</sup> sino que generó graves problemas estructurales tanto al proyecto de mercado interior como a la principal política positiva de la Comunidad Europea a principios de los años setenta, la política agrícola común. La falta de estabilidad en las tasas de cambio de las divisas no sólo convirtió a la PAC en una lotería en función de la variación de la divisa nacional de cada agricultor respecto al momento en que se decidieran los precios de intervención, sino que introdujo un grave factor de riesgo para todos los exportadores e importadores. Todas las iniciativas de integración monetaria de la Unión (desde el Plan Barre al Plan Delors, pasando por la serpiente en el túnel, la serpiente fuera del túnel y el Mecanismo de Tipos de Cambio) surgen de la necesidad existencial de

---

rates of exchange between Member States with very narrow limits on the variations allowed. Any major modification would so much upset the trade of countries no longer protected by any customs barrier, and, because of the guaranteed Community intervention price for grain and other basic agricultural products, would cause such sudden changes in prices of farm products and therefore in farm incomes also, that the Common Market itself could be imperiled.” Con posterioridad, véase Council Decision of 8 May 1964 on cooperation between the central banks of the Member States of the European Economic Community (64/300/EEC), OJ 77, 21.5.1964, p. 1206. En esa misma fecha: Council Decision of 8 May 1964 on cooperation between Member States in the field of international monetary relations (64/301/EEC), OJ 77, 21.5.1964, p. 1207; Declaration of 8 May 1964 of the representatives of the Governments of the Member States of the European Economic Community, meeting within the Council, on the prior consultations between Member States in the event of changes in the exchange-rate parities of their currencies (64/306/EEC), OJ 78, 22.5.1964. Cf. Ivo Maes, Economic thought at the European Commission and the creation of EMU (1957-1991), Working Paper 2/2009, Dipartimento de Economia, La Sapienza, disponible en <http://phdschool-economics.dse.uniroma1.it/Economia/Publications/papers/maes2.pdf>.

<sup>8</sup> Michael D. Bordo, ‘The Bretton Woods International Monetary System: An Historical Overview’ en Michael D. Bordo and Barry Eichengreen (ed.), *A Retrospective on the Bretton Woods System*, Chicago: NBER, 1993, pp. 3-108; Robert Lesson, *Ideology and International Cooperation. The Decline and Fall of Bretton Woods*, Houndmills: Palgrave, 2003.

<sup>9</sup> Barry Eichengreen, *Exorbitant Privilege, The Rise and Fall of the Dollar and the Future of the International Monetary System*, Oxford: Oxford University Press, 2011.

<sup>10</sup> Las tasas de inversión han caído (una tendencia agravada por la tendencia a realizar una parte de las inversiones en países terceros, a la búsqueda de mano de obra más barata y de menores obligaciones fiscales y sociales del empleador) y por ende las expectativas de beneficios de las actividades no financieras. Robert Brenner, *The Economics of Global Turbulence*, London: Verso, 2006.

estabilizar las relaciones entre las divisas europeas para evitar el colapso de las políticas comunitarias.<sup>11</sup>

B) La elefantiasis del sector financiero y las varias burbujas financieras

§8. Existe una estrecha y clara relación el modelo “neoliberal” de crecimiento y el aumento del peso del sector financiero en la actividad económica (lo que suele referirse como el proceso de financiarización de las economías europeas, y en general, capitalistas tardías). Y ello por al menos tres motivos. En primer lugar, el declive de la tasa de beneficio empresarial en las actividades económicas no financieras genera la propensión e interés en la búsqueda de oportunidades de inversión en las actividades financieras. Tales oportunidades estaban estrechamente ligadas a finales de los años sesenta y primeros años setenta con las amplias posibilidades de eludir al fisco colocando tales inversiones en las emergentes jurisdicciones *offshore* o cuando menos en estados que fueran condescendientes con este tipo de inversiones.<sup>12</sup> Tal es la causa del crecimiento exponencial de los mercados de eurodólares y de eurobonos.<sup>12</sup> Cuando a la creciente relevancia económica de la evasión fiscal se unió la progresiva liberalización de los movimientos de capital en los años ochenta, los estados europeos hicieron en buena medida menos atractiva la evasión fiscal al rediseñar sus sistemas de imposición personal, reduciendo la carga tributaria que soportaban las rentas de capital, y de este modo reservándoles un trato más benigno que el dado a las rentas del trabajo.<sup>13</sup> El segundo es que el aumento constante de la tasa empresarial de participación en la plusvalía, unido al crecimiento anémico de las actividades no financieras, ha generado una creciente montaña de capital en busca de oportunidades de reinversión en actividades financieras.<sup>14</sup> Una parte fundamental de este proceso ha consistido en la financiarización de todas las grandes empresas, ya sea mediante el desarrollo de actividades financieras paralelas o complementarias, o bien mediante la conversión de las actividades no financieras en base sobre la que desarrollar nuevos productos financieros (siendo un caso paradigmático en tal sentido el de las hipotecas *subprime*, carentes de toda lógica productiva real, pero cuya

---

<sup>11</sup> Commission Memorandum on the co-ordination of economic policies and monetary co-operation within the Community ('Barre Plan'), disponible en [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/emu\\_history/documentation/chapter2/19690212en015coordinate\\_conpoli.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/emu_history/documentation/chapter2/19690212en015coordinate_conpoli.pdf); Final Communiqué of the Conference of Heads of State or Government on 1 and 2 December at the Hague, disponible en [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/emu\\_history/documentation/chapter3/19691202fr02finalcomm\\_unsumconf.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/emu_history/documentation/chapter3/19691202fr02finalcomm_unsumconf.pdf); Report to the Council and the Commission on the realisation by stages of Economic and Monetary Union in the Community ("Werner Plan"), disponible en [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/emu\\_history/documentation/chapter5/19701008en72realisation\\_bystage.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/emu_history/documentation/chapter5/19701008en72realisation_bystage.pdf).

<sup>12</sup> Nicholas Shaxson, *Treasure Islands*, Londres: Bodley Head, 2011.

<sup>13</sup> El retorno a una base imponible fragmentada en los impuestos personales sobre la renta (el llamado *dual income tax*) resulta de la resignación de los legisladores nacionales a la imposibilidad de obtener de los rentistas del capital una contribución *igual* a la que obtienen los perceptores de rentas del trabajo. A ello se unía el hecho de que en períodos de alta inflación, la renta *real* derivada del capital era muy inferior a la nominal y no era necesariamente el caso que los sistemas tributarios estuviesen adecuadamente diseñados para tener en cuenta esta depreciación del valor del capital asociada con tasas de inflación de dos dígitos. Véase, por ejemplo, sobre los países escandinavos, Peter Birch Sørensen, 'From the Global Income Tax to the Dual Income Tax: Recent Reforms in the Nordic Countries', Working Paper EPRU, Copenhagen: EPRU, 1993, disponible en <http://www.econ.ku.dk/epru/files/wp/wp-93-07.pdf>.

<sup>14</sup> David Harvey, *The Enigma of Capital and the Crisis of Capitalism*, Oxford: Oxford University Press, 2010.

existencia permite generar pingües beneficios financieros a corto plazo). El tercero es el aumento de la deuda pública y privada, fomentado o tolerado como parte del giro neoliberal de las economías europeas, y que aumenta de forma directa e indirecta el tamaño y beneficios de las actividades financieras.

§9. De la creciente demanda de oportunidades de inversión en productos financieros se derivó la progresiva transformación del sector financiero. De mecanismo de financiación de actividades no financieras a medio y largo plazo, el sector financiero se convirtió en productor de capital ficticio a corto plazo en diversas y sucesivas burbujas de especulación<sup>15</sup> (en la deuda externa de los países en vías de desarrollo, en materias primas, en las empresas que desarrollan las “nuevas tecnologías”, en las empresas privatizadas o de forma aguda en algunos países, en el sector inmobiliario). Consecuencia inmediata de la renuncia de las autoridades públicas a la regulación de las actividades financieras fue la pérdida de control sobre el proceso de creación de dinero.<sup>16</sup> A medida que las decisiones crediticias de los bancos escaparon al control regulatorio, los bancos adquirieron un poder decisivo sobre la evolución de la base monetaria. Poder que fue en buena medida transferido a los mercados financieros una vez que las entidades financieras cambiaron drásticamente su modelo de negocio y optaron por convertirse en generadores de créditos y repartidores de los productos derivados en los que se procesan los créditos originales. Ahí radica el origen del sector bancario en la sombra, que desempeñó un papel fundamental en la crisis de 2007.<sup>17</sup> Este proceso se vio facilitado por el desarrollo de modelos matemáticos que parecían permitir “completar” los mercados financieros mediante la asignación de valor a cualquier riesgo. Irrumpen de este modo los derivados y los productos financieros sintéticos.<sup>18</sup>

§10. En el caso europeo, dos bases estructurales de financiarización de la economía estaban ya sentadas en los primeros años noventa. En primer lugar, las rentas del capital habían comenzado a crecer a inicios de los años ochenta, fruto de la reversión del proceso de crecimiento de las rentas del trabajo y de la reducción de la presión fiscal sobre el capital. En segundo lugar, la decisión de modificar la disciplina de la libre circulación de capitales, convirtiéndola en una libertad económica fundamental y dotada de la efectividad plena de las normas supranacionales fue tomada en 1988 y hecha efectiva en 1992.<sup>19</sup> En ausencia de medidas correctoras de intercambio automático de datos fiscales entre los estados europeos, la libre circulación de capitales estaba destinada a aumentar el desigual tratamiento fiscal de las inversiones financieras y productivas.<sup>20</sup> La decisión fue confirmada y ampliada en el

---

<sup>15</sup> Nicholas Dunbar, *The Devil's Derivatives*, Boston: Harvard Business Review Press, 2011.

<sup>16</sup> Mary Mellor, *The Future of Money*, Londres: Pluto Press, 2010.

<sup>17</sup> Gillian Tett, *Fool's Gold*, London: Little and Brown, 2009.

<sup>18</sup> Scott Patterson, *The Quants: How a Small Band of math wizards took over Wall Street and nearly destroyed it*, Nueva York: Crown, 2010. Véase también Dunbar, *supra*, fn 15.

<sup>19</sup> Directiva 88/361/CEE del Consejo de 24 de junio de 1988 para la aplicación del artículo 67 del Tratado, DOCE L 178, de 8 de Julio de 1998, pp. 5-18.

<sup>20</sup> En el preámbulo de la Directiva se afirmaba que: “Considerando que conviene aprovecharse del plazo fijado para la puesta en aplicación de la Directiva a fin de que la Comisión pueda presentar las propuestas tendentes a suprimir o a atenuar los riesgos de distorsión, de evasión y de fraude fiscales relacionados con la diversidad de los regímenes impositivos nacionales y que el Consejo pueda pronunciarse sobre dichas propuestas”. Mientras que la libre circulación se hace plenamente efectiva desde 1992 (aunque con plazos más amplios para los cuatro “PIGS”), fue sólo en 2003 (y de forma incompleta) que se aprobó una medida conducente a tal objetivo. Directiva 2003/48/CE del Consejo

Tratado de Maastricht, al convertir la libre circulación de libertades en una libertad *erga omnes*.<sup>21</sup>

§11. El crecimiento exponencial del peso del sector financiero desde los años setenta había creado en los primeros años del siglo XXI una doble ilusión óptica. La primera, que el sector financiero se había emancipado de la economía productiva, y que por tanto el débil crecimiento de las empresas no financieras podía compensarse con tasas altas y sostenidas de crecimiento de las financieras. La segunda, que los mercados financieros eran capaces de auto-regularse y de auto-estabilizarse. El ascenso de las finanzas no era sólo el fruto de una ideología anti-intervencionista y en último extremo anti-estatalista, sino que también parecía fomentar una renovada creencia en la autonomía de los mercados frente a los gobiernos, y por ende, en la posibilidad de confiar exclusivamente a los mercados financieros poderes y competencias fundamentales, como la de creación de dinero. Y sin embargo, ni el giro ideológico a favor de los mercados, ni la desregulación de las actividades financieras, ni siquiera la sustitución del juicio sobre el riesgo basado en la prudencia individual por modelos matemáticos podían obrar los milagros de emancipar a la finanza de la economía real y crear las condiciones en las que los mercados financieros pudieran auto-regularse y auto-estabilizarse.

C) La debilidad estructural del modelo de gobernanza económica de la unión monetaria y económica

§12. Como queda ya dicho §7, desde el hundimiento de Bretton Woods<sup>22</sup> y la flotación de las divisas en los mercados financieros, la Unión Europea ha tratado de asegurar la estabilidad monetaria en su interior, en tanto que condición necesaria para la estabilidad del mercado interior y de las políticas comunitarias (muy especialmente, de la Política Agrícola Común). La solución aparentemente más efectiva consistía en la creación de una moneda común apoyada en una política monetaria común. La dificultad más grave de tal cosa radica en la aparente inevitabilidad de que la política monetaria común se apoye en políticas fiscal y macroeconómicas federales. La transferencia de tales competencias junto a la monetaria parece imprescindible para asegurar la coherencia de las tres políticas. Sin embargo, la transferencia de la política monetaria, fiscal y macroeconómica al nivel federal implica crear una unión política. Qué tipo de unión política, y para llevar a cabo qué tipo de políticas dista de tener respuestas obvias. No sólo los Estados Miembros distaban de compartir una misma tradición constitucional en lo concerniente a las relaciones entre política monetaria, fiscal y macroeconómica (el modelo francés e inglés de subordinación institucional y sustantiva de la política monetaria a la macroeconómica y fiscal frente al modelo alemán de independencia de la política monetaria y del guardián de la ortodoxia monetaria, la Bundesbank), sino que no tenían una misma visión acerca de cómo hubieran de relacionarse ambas políticas en el

---

de 3 de Junio de 2003, en materia de fiscalidad de los rendimientos del ahorro en forma de pago de intereses, DOCE L 157, de 26 de Junio de 2003, pp. 38-48.

<sup>21</sup> Rawi Abdelal, 'Writing the Rules of International Finance: France, Europe and Capital Liberalization', 13 (2006) *Review of International Political Economy*, pp. 1-27; del mismo autor, *Capital Rules*, Harvard: Harvard University Press, 2008. Véase también Fernando Losada Fraga, 'Free movement of capital as the deep constitution of the European Union', en Raúl Letelier y Agustín José Menéndez (eds.), *The Sineews of Peace*, Oslo: ARENA, 2009, pp. 119-56.

<sup>22</sup> O, para ser más precisos, desde que los defectos estructurales de Bretton Woods comenzaron a hacerse visibles en los años sesenta.



proyecto de integración europea (los “monetaristas” creían que era necesario proceder de forma tan rápida como fuera posible a la integración monetaria, y hacer uso de los instrumentos fiscales y macroeconómicos para convertir a la unión monetaria en una unión monetaria integrada y suficientemente homogénea, mientras que los “economicistas” consideraban que la integración monetaria debía ser la coronación de un proceso de convergencia económica real y efectiva).<sup>23</sup> Es por ello que si bien la mayor parte de los actores institucionales (y los académicos) coincidían en la necesidad de que la unión monetaria se apoyase en una unión política (es decir en una unión fiscal y macroeconómica), cuando hubiera de darse el salto a tal unión, y qué competencias correspondiesen a las instituciones representativas supranacionales tras la unión es algo sobre lo que no había acuerdo.

§13. La decisión de llevar a cabo la unión monetaria antes de que acabase el siglo XX, explicitada en el Tratado de Maastricht, no fue resultado de la superación de las citadas diferencias acerca del modelo de relación entre política monetaria y políticas fiscal y macroeconómica, sino de las varias urgencias políticas causadas por la repentina caída del muro de Berlín en 1989.<sup>24</sup> La imperiosa necesidad de tomar decisiones que “anclaran” a la Alemania reunificada en la Unión Europea dio pie a un extraño híbrido sin precedente alguno, una unión monetaria asimétrica, en la que la política monetaria quedaba en manos de una institución federal y “despolitizada”, la Banca Central Europea, cabeza de un Sistema Europeo de Bancas Centrales, pero en la que subsistían tantas políticas fiscales y

---

<sup>23</sup> En el debate europeo, y muy especialmente en lo que respecta a la unión económica y monetaria, la tradición “política” suele denominarse como “monetarista”, en tanto que considera prioritaria la decisión política de establecer la unión monetaria, a partir de la cual será posible remodelar las estructuras económicas de los distintos países de modo que la unión monetaria sea coherente y sostenible. En cierta medida, el “monetarismo” en este peculiar sentido asume que, de igual modo que el estado puede crear un sentimiento de identidad colectivo que sostenga la previa unidad política, el estado puede transformar la estructura económica de forma que la misma sostenga la unidad monetaria. Por el contrario, lo que se denomina en este trabajo tradición “despolitizada” suele referirse en el debate europeo como posición “economicista”, en tanto que afirma que la condición previa necesaria de la unión monetaria es la coordinación de las políticas económicas nacionales, o lo que es lo mismo, que la unión monetaria ha de ser la “coronación” de una previa integración económica. La tradición política tiene como santo y seña la obra de Robert Mundell (aunque su *Theory of Optimum Currency Areas*, 51 (1961) *American Economic Review*, 657-665 haya sido invocado por los “economicistas”), y la tradición “despolitizada” el pensamiento ordo-liberal, en buena medida articulado por la Bundesbank alemana (contraria al Sistema Monetario Europeo y posteriormente a la Unión Monetaria). El texto de referencia es sin duda William Röpke, ‘Estado Benefactor e Inflación Crónica’, 16 (1984) *Estudios Públicos*, pp. 197-233. La transformación del marco alemán en moneda de reserva internacional en los años setenta consolidó el cisma interno entre quienes veían en la unión monetaria la palanca con la que asegurar la integración económica efectiva de los estados europeos (al venir la unión monetaria de la mano de un tesoro común europeo y de la acción transformadora de políticas redistributivas a escala europea) y quienes consideraban que la unión monetaria había de ser el último paso, la “coronación” de un previo proceso de convergencia económica.

<sup>24</sup> La decisión de liberalizar la circulación de capitales creaba también una presión estructural a favor de la integración monetaria. La famosa tesis del cuarteto imposible de Padoa Schioppa sostiene tal cosa. Tomaso Padoa Schioppa, ‘The European Monetary System: A Long Term View’, en Francesco Giavazzi, Stefano Miccosi y Marcus Miller (ed.), *The European Monetary System*, Cambridge: Cambridge University Press, 1988, pp. 369-84, págs. 370 y especialmente p. 373; “Unless new items are added to the agenda, the Community will be seeking to achieve the impossible task of reconciling (1) free trade, (2) full capital mobility, (3) fixed (or at any rate managed) exchange rates and (4) national autonomy in the conduct of monetary policy. These four elements form what I call an ‘inconsistent quartet’: economic theory and historical experience have repeatedly shown that these four elements cannot coexist, and that at least one has to give way.”

macroeconómicas como miembros de la unión monetaria, al tiempo que estas quedaban en manos de los gobiernos y parlamentos nacionales, competentes (cuando menos formalmente) para decidir discrecionalmente el contenido y orientación de las mismas.

**§14.** La coordinación de la política monetaria supranacional con las políticas fiscales nacionales, y de las políticas fiscales nacionales entre sí, se confía a una serie de principios constitucionales, a una estructura institucional peculiar sino incompleta (por lo que concierne a la dimensión fiscal de la política común), a un conjunto de normas de acción que se limitan a fijar procedimientos, y a una combinación de sanciones “simbólicas” (en el sentido de que se confía en que alteren el patrón de conducta de los estados por su mera existencia, sin necesidad de proceder a su aplicación, que es de dudosa factibilidad) y presiones “grupales” reminiscentes de las propias de la moral positiva; a las que se une la “presión” de los mercados internacionales, avivada gracias a la completa liberalización de los movimientos de capitales.

**§15.** Los principios constitucionales en los que se asienta la unión monetaria asimétrica son esencialmente dos.

(1) la política monetaria debe estar orientada a asegurar la estabilidad de los precios (en el caso de los precios de consumo, el objetivo fijado por la Banca Central Europea es de una inflación anual del 2%); sólo de modo secundario, y tan sólo en la medida que sea compatible con la estabilidad de los precios, la política monetaria contribuirá a la realización de los restantes objetivos básicos de la Unión Europea, en los términos en los que se establece en los tratados;

(2) la política fiscal ha de conducirse al servicio de los objetivos macroeconómicos, distributivos y redistributivos propios del Estado Social y Democrático de Derecho, pero dentro de un marco que asegure su compatibilidad con la estabilidad de precios y el equilibrio presupuestario;<sup>25</sup> eso implica (i) límites al nivel del déficit público, de modo que se eviten los “déficits públicos excesivos” (3% PIB); y límites al nivel total de endeudamiento de cada estado miembro, de modo que se eviten un “endeudamiento no sostenible” (60% PIB); (ii) la “rigurosidad” de las finanzas públicas, o lo que es lo mismo la limitación de los posibles ingresos del estado a los tributos y a los empréstitos en “condiciones de mercado” (lo que excluye el recurso a la “impresión” de dinero a través de la banca central y los empréstitos forzosos).

**§16.** El grado de “institucionalización” es tan asimétrico como la propia Unión. El Tratado de Maastricht y los Estatutos de la Banca Central Europea anejos al mismo fijan con precisión la estructura institucional del pilar monetario de la unión monetaria y económica. La política monetaria ha de ser conducida por el Sistema Europeo de Bancas Centrales con la Banca Central Europea en su cúspide; tanto las bancas centrales nacionales como la Banca Central Europea han de tener plenamente garantizada su autonomía frente a las autoridades políticas nacionales y supranacionales. Por el contrario, poco o nada se dice acerca de la estructura institucional de la política monetaria. El Eurogrupo y el Consejo Europeo de la zona euro han

---

<sup>25</sup> Lo que, como demuestra el preámbulo a los Reglamentos 1466/97 y 1467/97, pilares fundamentales del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, implica asumir que serán la estabilidad de precios y el equilibrio presupuestario los que generen crecimiento y empleo.

sido el resultado del desarrollo de convenciones constitucionales, de una experimentación institucional no sujeta a reglas constitucionales precisas.<sup>26</sup> La política fiscal es responsabilidad exclusiva (e intransferible) de cada uno de los estados miembros, de acuerdo con los principios y procedimientos que establezca su ordenamiento constitucional (de ahí que se excluya de forma expresa tanto la posibilidad de asistencia financiera o responsabilidad solidaria de otros Estados Miembros, como la adquisición de deuda pública nacional por la Banca Central Europea o las bancas centrales nacionales).

§17. Tanto los Tratados de la Unión como el Pacto de Estabilidad y Crecimiento se limitan en buena medida a fijar procedimientos de coordinación, que giran en torno a las orientaciones de política económica general supranacionales y los planes de estabilidad y convergencia nacionales, y se desarrollan mediante la supervisión del grado de ajuste de los citados planes nacionales a las orientaciones supranacionales, y mediante la supervisión de la ejecución del presupuesto por parte de los Estados Miembros. El primer procedimiento da pie a medidas “preventivas”, y en particular a la llamada “alerta temprana”. El segundo de los procedimientos puede conducir a que el Consejo decida que un Estado Miembro tiene un “déficit excesivo” y a la exigencia de medidas correctoras. A ello se une el desarrollo experimental de mecanismos de coordinación macroeconómica bajo el paraguas del ya referido Proceso de Lisboa, cuyas enormes ambiciones no dieron casi fruto alguno.<sup>27</sup>

§18. El cumplimiento con las admoniciones del Consejo en el procedimiento de déficit excesivo se asegura formalmente mediante un cuadro de sanciones, en forma de depósitos y/o multas. Sin embargo, tales sanciones tenían necesariamente un valor meramente simbólico. Dado el grado de interdependencia que resulta de la integración monetaria, sancionar a un Estado Miembro que incurra en un déficit excesivo tiene consecuencias económicas graves que afectan no sólo a la población de ese estado (al agravar la sanción los efectos de sus desequilibrios fiscales), sino potencialmente a toda la Unión Europea (dado que tasas de crecimiento negativo en un Estado Miembro afectan de forma inmediata las perspectivas de crecimiento en los restantes Estados Miembros). A mayor peso relativo del país sancionado en la economía de la Eurozona, mayores serán las externalidades que generará la decisión de sancionar a ese Estado. Es por ello que la aplicación de sanciones pecuniarias a un estado cuyas finanzas públicas están en situación de desequilibrio suele ser estructuralmente contraproducente. De ahí que las sanciones tengan un valor simbólico, hayan de servir cual espada de Damocles truncada, capaz de disciplinar la conducta de los Estados Miembros sólo mientras que no haya de ser desenvainada, en cuyo caso todos descubrirían que no sirve para cortar.

---

<sup>26</sup> Ni siquiera tras la reforma de Septiembre de 2011, como veremos, el diseño institucional se ha completado. Amén de que las nuevas normas siguen ocupándose esencialmente del diseño de procedimientos, nada se prevé en lo que concierne a la dimensión parlamentaria de la Eurozona (amén de los por el momento ornamentales diálogos políticos, en los que el Parlamento Europeo no toma decisión vinculante alguna), ni tampoco en lo atinente a la Comisión. A medida que la trascendencia de las decisiones en el interior de la Eurozona aumenta, se hace más problemático que sobre estas cuestiones decidan miembros del Parlamento Europeo elegidos en Estados que no forman parte de la Eurozona o comisarios elegidos por estados que no tienen al euro como moneda nacional.

<sup>27</sup> Stefan Collignon, ‘The Lisbon Strategy, Macroeconomic Stability and the Dilemma of Governance With Government’, disponible en <http://www.stefanollignon.de/PDF/New%20Lisbon%20strategy.pdf>, argumenta de forma convincente que mediante la “gobernanza sin gobierno” es absolutamente imposible desarrollar una política macroeconómica coherente.

**§19.** En ausencia de la técnica de coerción propia del derecho, la unión monetaria asimétrica se apoya en otras dos técnicas sociales de presión. La primera es el juicio de los mercados financieros internacionales sobre la solvencia de los Estados Miembros. La decisión tomada en el Tratado de Maastricht de ampliar la decisión tomada en la Directiva 1988/361 de asignar a la libertad de circulación de capitales la condición de libertad fundamental se ve corregida y ampliada, al afirmar que tal libertad no estará circunscrita al interior de la Unión, sino que se extenderá a países terceros. La lógica de esta decisión no se limita a la creación de un mercado financiero europeo líquido y “profundo”, sino que se orienta a facilitar la presión de los mercados financieros sobre la conducta de la política fiscal nacional. La segunda es la llamada “presión de los pares”, que se ejerce en los procedimientos de coordinación y supervisión que acaban de mencionarse. La fuerza de esa presión se entiende derivada en parte de la existencia de sanciones, si quiera simbólicas. Pero cabe, sin embargo, dudar de la fuerza de tal presión en ausencia de un código de moral fiscal común entre los participantes. Pese a la prevalencia en la “comunidad epistemológica” de los responsables de las haciendas nacionales de los principios neoliberales y/o ordoliberales desde que se iniciara el proceso hacia la integración monetaria, no es menos cierto que persisten tradiciones nacionales bien distintas por lo que se refiere al manejo de la política fiscal y monetaria (como se indicó ya en §12), que hacen imposible que la presión de los pares se ejerza de forma coherente y consistente.

**§20.** A ello se añade la decisión consciente de eliminar los mecanismos institucionales previstos para las situaciones de crisis fiscales contenidos en el Tratado de Roma (artículo 108 en la numeración original), y de no incluir mecanismo alternativo alguno en los Tratados al proceder a su reforma mediante el Tratado de Maastricht. En caso de un deterioro relevante de la balanza de pagos de uno de los Estados Miembros, el citado artículo 108 preveía bien la asistencia financiera de los restantes Estados Miembros (“concesión de asistencia mutua”, que incluye, según el artículo 108.2c, créditos otorgados por los restantes Estados Miembros), bien la adopción de medidas de salvaguardia “en las que condiciones que [la Comisión] determine”. Es cierto que estas previsiones no fueron de gran ayuda en la resolución de las crisis fiscales que sufrió Italia a mediados de los años sesenta, ni en las que sufrieron el país transalpino y el Reino Unido a mediados de los años setenta. Sin embargo, lo fundamental no es quizá tanto el uso que se hiciera de las mismas (susceptible de mejora a la luz de la experiencia) cuanto que el diseño constitucional del mercado interior no excluía, sino que antes al contrario trataba de anticipar las situaciones de crisis. La eliminación de estos mecanismos es consecuencia en parte de la afirmación del principio de responsabilidad nacional exclusiva por lo que respecta a la propia política fiscal, como de la creencia en las propiedades balsámicas de la unión monetaria, en la asunción de que la unión monetaria conduciría por sí misma a la abolición de las situaciones de crisis que generaban la necesidad de una normativa de resolución de la crisis.

**§21.** La debilidad estructura institucional de la unión monetaria asimétrica, el carácter ineludiblemente simbólico de las sanciones, y la sustitución de la coerción propia del derecho por mecanismos de sanción atípicos de las normas constitucionales (mercados financieros internacionales, presión de los pares) unidos a la decisión intencional de eliminar cualquier previsión para la resolución de eventuales crisis fiscales implican que la unión monetaria asimétrica carece los recursos institucionales y normativos que permitan la reestabilización de la unión tras un choque económico profundo y/o asimétrico.

D) El crecimiento constante de la deuda y los déficits públicos estructurales ocultos

§22. El constante aumento de los niveles de endeudamiento de los estados europeos desde la década de los setenta es parte de un ciclo largo de crecimiento del peso de la deuda (pública y privada) en los países capitalistas. Ese ciclo tiene causas que en modo alguno son idiosincráticas y peculiares de la Unión Europea. Sin embargo, a ellas se unen dinámicas específicas que resultan de los incentivos económicos estructurales de los estados miembros de una unión monetaria asimétrica con un alto grado de divergencia entre sus componentes. La combinación de la libre circulación de capitales con el mantenimiento de la responsabilidad de la supervisión prudencial y eventual intervención en manos del estado en el que se encuentra domiciliada cada entidad bancaria sentaron las bases de una “unión de transferencias” sin que hubiese en modo alguno una clara percepción de ello (*a hidden transfer union by stealth*).

a) El crecimiento continuo de la deuda pública desde la primera crisis del petróleo

§23. Desde la primera crisis del petróleo, el nivel de endeudamiento de los estados capitalistas (y entre ellos, de los estados miembros de la Unión Europea) ha aumentado de forma persistente. De este modo se ha revertido la tendencia que caracterizó a los *treinte glorieuses*, o lo que es lo mismo, la reducción de la colosal deuda pública acumulada en los años treinta y cuarenta, a resultas de la gran depresión y muy especialmente, del esfuerzo bélico durante la Segunda Guerra Mundial. Esta tendencia al aumento de la deuda pone de relieve la insuficiencia crónica de los recursos fiscales a disposición de los estados capitalistas desde los años setenta (algo ya apuntado al considerar la fragilidad del modelo económico de crecimiento en el primer apartado de esta sub-sección). Ello tiene diversas causas, de las cuales quizá tres son especialmente relevantes: (1) la erosión de la capacidad recaudatoria de los estados, especialmente en lo que concierne a los impuestos sobre las rentas del capital mobiliario, que ya he comentado en el apartado segundo;<sup>28</sup> (2) el aumento del gasto público causado por el ajuste a una economía con niveles de alto desempleo (relativos, cuando menos, al pleno empleo de los *treinte glorieuses*) pero en la que se mantienen las redes de protección social, especialmente la protección por desempleo;<sup>29</sup> (3) el carácter marcadamente

---

<sup>28</sup> La “normalización” del estado de permanente turbulencia en la economía capitalista tras el colapso del sistema monetario de Bretton Woods y la consiguiente aceleración del proceso de financiarización de la economía facilitaron el aumento exponencial del volumen de depósitos en instrumentos financieros *offshore* (muy especialmente en el mercado de eurodólares y las inversiones en “eurobonos”). Se inicia de este modo el progresivo debilitamiento estructural de la capacidad de los fiscos nacionales de conocer el valor real de los patrimonios en bienes financieros y las rentas de capital. Y la consecuente pérdida de capacidad efectiva de imponer a las rentas del capital la parte de carga tributaria que les correspondería en aplicación de las normas tributarias nacionales. Este proceso de deterioro se consagra jurídicamente con la Directiva de 1988 sobre libre circulación de capitales (corregida y ampliada por el Tratado de Maastricht, al convertir a la libre circulación en una libertad *erga omnes*, o lo que es lo mismo, aplicable a los movimientos de capital con terceros países) en los términos ya considerados en la **nota 20**. La libre circulación de capitales, y muy especialmente la libre circulación de capitales a terceros países, han consecuentemente erosionado la base fiscal de los estados, y generado una pérdida estructural de ingresos.

<sup>29</sup> El abandono del objetivo del pleno empleo en pro de la lucha contra la inflación desde finales de los años setenta, unido al progresivo aumento de la esperanza de vida y a los cambios en la estructura demográfica de los estados europeos generaron un considerable aumento del peso de los gastos sociales en los presupuestos estatales (y ello pese a que el recorte de las prestaciones dista de ser un fenómeno novedoso, y el *retrenchment* del estado del bienestar en buena medida comenzó a mediados de los años

ambivalente del éxito en la lucha contra la inflación emprendido por las bancas centrales, en la medida en que las mismas limitaron la lucha contra la inflación a los precios al consumo de productos no financieros (sin tener en cuenta el aumento de precios de las materias primas, ni tampoco el prodigioso aumento del capital, que terminó desencadenando en la producción sistemática de capital ficticio) y controlados estos, mantuvieron los tipos de interés muy bajos durante largo tiempo, favoreciendo la prolongación del ciclo de endeudamiento.<sup>30</sup>

#### b) Déficits ocultos

§25. Un proceso de integración monetaria de países con estructuras económicas diversas que no se apoya en mecanismos de redistribución de recursos en un volumen suficiente para facilitar la convergencia económica genera presiones estructurales que favorecen distintas sendas de crecimiento en cada uno de los países, en función no sólo de la estructura económica prevalente en el momento de la integración, sino de la cultura política y la historia constitucional de cada uno de ellos. Así, la estrategia alemana (y en buena medida finlandesa) de mejorar la competitividad relativa de las empresas radicadas en su territorio mediante la contención de los salarios fue posible gracias a un peculiar modelo de relaciones laborales, a la previa existencia de actividades económicas con un claro potencial exportador, muy especialmente de productos con gran valor añadido, y por la existencia de antecedentes históricos de políticas semejantes (en buena medida, la Agenda 2000 y el Plan Herz IV reiteran una política ya aplicada por Alemania en los años sesenta y setenta). La reducción de salarios, y no tanto las inversiones, explican la sostenida mejora de la competitividad de Alemania y Finlandia en el interior de eurozona, y en general, de su competitividad global. Esa mayor competitividad generó superávits por cuenta corriente de volúmenes crecientes. El sector financiero alemán y finlandés invirtió parte de esos beneficios en el mercado financiero estadounidense, pero una parte importante del superávit por cuenta corriente de los países que formaban parte del núcleo duro de la eurozona acabó siendo invertido en los países periféricos de la eurozona. La estructura institucional (con estructuras de diálogo y negociación laboral mucho más débiles) y económica (marcada por niveles históricos de desarrollo inferiores al núcleo duro de la eurozona, por la insuficiencia de inversión en actividades productivas de valor añadido) de los países periféricos, unida a los flujos de capital provenientes del núcleo duro de la eurozona acabaron resultando en una fuerte presión a favor de la transformación acelerada de estas economías de conformidad con el modelo neoliberal de keynesianismo privado. Las burbujas inmobiliarias irlandesa y española, o el crecimiento del gasto privado griego y portugués a una velocidad insostenible a tenor de

---

setenta). La deuda se impone como recurso a medida que la erosión de la base fiscal de los estados dificulta el recurso a un aumento de la carga tributaria equivalente al aumento del gasto. La recuperación de los beneficios del capital mediante la reducción de la participación de las rentas del capital en la plusvalía social amenazaba con generar tensiones que fueron aliviadas mediante un aumento del gasto público, en muchas ocasiones financiado mediante deuda pública. El uso del gasto público financiado mediante deuda como pacificador social no podía sino erosionar la base fiscal de los estados, al hacer aumentar el gasto a niveles superiores a los de crecimiento de los ingresos fiscales.

<sup>30</sup> El instrumento fundamental en la lucha contra la inflación *aún a costa* del pleno empleo fue, sin duda, la política monetaria. Si bien durante unos años esa lucha implicó tipos de interés muy elevados que no sólo deprimieron la actividad económica, sino que también frenaron el ritmo de crecimiento de la deuda, el “triumfo” de la Bundesbank primero y después de la Fed estadounidense condujeron a niveles de inflación moderados. Los bajos tipos de interés prevalentes durante los años noventa y buena parte de la presente década facilitaron notablemente el endeudamiento del estado, al reducir la carga que la deuda suponía en términos del pago de tipos de interés.

la evolución de la economía real fueron posibles gracias a los flujos de capital procedentes en buena medida del núcleo duro de la eurozona, y constituían la senda de menor resistencia política, al generar la ilusión de una convergencia sostenida con el núcleo duro de la eurozona, y en especial, con Alemania.

Por otra parte, la entrada en la tercera fase de la Unión Monetaria aumentó el peso de las actividades de consultoría financiera, jurídica y contable orientadas a la “planificación” fiscal, eufemismo bajo el que suele ocultarse la evasión fiscal; muy especialmente en el Benelux y Austria. La interpretación radicalmente expansiva que el Tribunal de Justicia de la Unión Europea dio a la libre circulación de capitales y a la libertad de establecimiento desde mediados de los años noventa, unidos a un uso estratégico de los precios de transferencia han resultado en ingentes flujos financieros que atraviesan estos estados con el objeto de reducir la carga fiscal de empresas y particulares.<sup>31</sup>

§26. Cada una de estas estrategias de adaptación genera déficits ocultos de los Estados Miembros. La primera resulta en la exportación del capital excedentario, lo que suele implicar la asunción de nuevos y mayores riesgos por parte de las entidades financieras establecidas en el país. El estado en que están establecidas las entidades financieras que canalizan la inversión exterior del superávit por cuenta corriente asume no sólo responsabilidades contingentes directas, al ser el “asegurador” de último recurso de tales entidades financieras, sino indirectas, en tanto que la situación económica y financiera de los estados en que tales cantidades se inviertan será determinante de la extensión y cuantía de las responsabilidades contingentes directas. Es oportuno observar, como han venido insistiendo reiteradamente algunas voces desde el inicio de la crisis de la deuda soberana en Europa, que la conversión de la eurozona en una unión de transferencias no será obra de decisiones políticas, sino que ya es una realidad, producto del uso por parte de las entidades financieras alemanas, holandesas, austríacas o francesas de la libertad de circulación de capitales para invertir de forma masiva en los estados periféricos de la eurozona.<sup>32</sup> De este modo, el destino

---

<sup>31</sup> Entre la abundante literatura, quizá los informes más instructivos sean los de la Asamblea Nacional francesa acerca de los paraísos fiscales europeos y su vinculación con la evasión fiscal y otras actividades ilegales. El dedicado a Luxemburgo (<http://www.assemblee-nationale.fr/legislatures/11/pdf/rap-info/i2311-5.pdf>) es especialmente revelador. Véase también, Michiel van Dijk, Francis Weyzig y Richard Murphy, ‘The Netherlands: A Tax Haven’, Ámsterdam: Somo, 2007, disponible en [http://somo.nl/html/paginas/pdf/netherlands\\_tax\\_haven\\_2006\\_NL.pdf](http://somo.nl/html/paginas/pdf/netherlands_tax_haven_2006_NL.pdf). Véanse también los informes de los países miembros de la Unión Europea en el Financial Secrecy Index de 2011, disponible en <http://www.financialsecrecyindex.com/>. Sobre la relación entre la evasión fiscal y la desregulación de la finanza, Jean de Maillard, *L'arnaque : La finance au-dessus des lois et des règles*, Paris: Gallimard, 2011. Durante el proceso de preparación de la tercera fase de la integración monetaria a mediados y finales de los años noventa, la Comisión Europea elaboró informes e iniciativas varias sobre lo que dio en denominarse la *harmful tax competition* (véase especialmente ‘Towards Tax Co-ordination in the European Union: a package to handle harmful tax competition’, COM(97)495 de 1 de Octubre de 1997, disponible en <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:1997:0495:FIN:EN:PDF>). Informes esencialmente caídos en saco roto. Sobre las iniciativas de la Comisión, véanse William W. Bratton y Joseph A. McCahery, ‘Tax Coordination and Tax Competition in the European Union: Evaluating the Code of Conduct on Business Taxation’ 28 (2001) *Common Market Law Review*, pp. 677-718; Ben J. Kiekebeld, *Harmful Tax Competition in the European Union: code of conduct, countermeasures and EU law*, Dordrecht: Kluwer, 2004. Sobre la competencia fiscal en la Unión Europea, véase Carlo Pinto, *Tax Competition in the European Union*, Dordrecht: Kluwer, 2003.

<sup>32</sup> Martin Wolf, ‘Intolerable choices for the Eurozone’, *Financial Times*, 1 de Junio de 2011, disponible en <http://www.ft.com/cms/s/0/1a61825a-8bb7-11e0-a725-00144feab49a.html>.

económico de Francia y Grecia está ya unido a través de los préstamos concedidos por las bancas francesas a clientes griegos, o por la adquisición por de las entidades financieras galas de deuda pública griega. La segunda estrategia de adaptación crea varios déficits ocultos, especialmente tres: (1) el resultante de la caracterización de los tributos que gravan las actividades insostenibles como ingresos ordinarios y permanentes (lo que en buena medida facilitó la reducción de los impuestos que gravaban otras actividades, al resultar tal reducción altamente rentable desde una perspectiva electoral), siendo así que se tratan de ingresos puntuales; (2) el producto directo del desplome de las actividades económicas insostenibles, en forma del coste social que supone toda pérdida de empleo masiva y simultánea; (3) el resultante de las responsabilidades contingentes de los estados en relación con las entidades financieras, que tienen tendencia a desarrollar un modelo de negocio insostenible apoyado en el modelo de keynesianismo privado. En la tercera, el déficit oculto guarda estrecha relación con las responsabilidades contingentes del estado en un sector financiero que sirve de pasaje a flujos financieros esencialmente artificiales, cuya principal motivación es la reducción de la carga fiscal, y con las eventuales consecuencias que para el gasto social tenga la reducción del empleo en la industria de la “planificación fiscal” y en el sector financiero.

§27. Es importante tener en cuenta que las responsabilidades contingentes de los estados derivadas del crecimiento exponencial no sólo del tamaño, sino del riesgo asociado con la actividad financiera. A las obligaciones tradicionales de los estados de asegurar las actividades financieras reguladas, se une la emergencia de entidades financieras de tal tamaño que con independencia de las obligaciones formales del estado, permitir su colapso pondría en riesgo a la economía de ese estado en su conjunto (de ahí la caracterización de estas entidades en inglés como *too big to fail*).<sup>33</sup>

## 2. De la crisis de las *subprime* a las cuatro crisis de la Unión Europea

§28. Como es bien sabido, la espoleta del ciclo de crisis en el que nos encontramos fue la crisis financiera que se inicia en algún momento de 2006. El motor que alimenta una de las burbujas financieras, la concesión de hipotecas basura en el mercado estadounidense, deja de funcionar cuando la realidad económica demuestra lo insostenible de toda la estructura en la que se sostiene la misma. Tras dos años de crecimiento exponencial, la estructura de los préstamos (un número breve de años con pagos muy bajos seguidos de un crecimiento exponencial de la cuantía de las amortizaciones) conduce (como era ineludible y por tanto previsible) a una tasa de morosidad elevadísima, que se ve agravada por el alza de los tipos de interés que la Reserva Federal Estadounidense venía aplicando desde 2004. Ello pone de relieve que el verdadero valor de esos activos financieros es muy inferior al asumido por los mercados y acreditado por las agencias de *rating*. A medida que la burbuja comienza a perder aire, el castillo de cartas del sector bancario en la sombra comienza a tambalearse, y al hacerlo, arrastra a todas las entidades financieras.

---

<sup>33</sup> Ha de añadirse que la liberalización de la circulación de capitales y la relajación de los estándares regulatorios, unidas al mantenimiento en manos de los estados individuales de las obligaciones relativas al aseguramiento de depósitos y en último extremo de rescate de las entidades financieras, han generado también la tipología opuesta, las instituciones “too large to be rescued”. Los tres bancos irlandeses encajan en buena medida en esta categoría. La garantía ilimitada de todas sus actividades en Septiembre de 2008 es la principal causa de la asfixia financiera del estado irlandés en el otoño de 2010, que condujo a su rescate, y a la fecha de cierre de este trabajo hace probable la quiebra del estado irlandés a medio plazo.



§29. Revisten quizá un valor simbólico (aunque no dejen de ser meros síntomas y no causas del problema) la decisión de los acreedores de dos *hedge funds* de Bearn and Stearns de vender las garantías en Junio de 2007,<sup>34</sup> la decisión de BNP Paribas de “congelar” tres fondos de inversión el 8 de Agosto de 2007 ante la imposibilidad material de establecer el valor de los mismos,<sup>35</sup> y la decisión del Exchequer británico de garantizar los depósitos de Northern Rock el 16 de Septiembre de 2007<sup>36</sup> (la banca sería finalmente nacionalizada en Febrero del año siguiente).<sup>3738</sup> El punto de ruptura se produjo en Septiembre de 2008, con la quiebra del banco de inversiones estadounidense Lehman Brothers.<sup>39</sup> Entre medias el sistema financiero se había resquebrajado de manera visible y patente. En Marzo de 2008 Bear Stearns había sucumbido y la quiebra sólo se había evitado gracias a que la Reserva Federal ofreció amplias garantías a JP Morgan y éste adquirió a su excompetidor.<sup>40</sup> A principios de Septiembre de 2008, Fannie Mae y Freddie Mac fueron nacionalizados.<sup>41</sup>

§30. La puesta en cuestión a partir de Agosto de 2007 del valor real de productos financieros que hasta entonces habían recibido las mejores calificaciones crediticias implicó el repentino hundimiento de una pieza basilar del sistema financiero: el rating emitido por las agencias. Y la progresiva congelación de la institución básica de creación de dinero, el mercado interbancario. La crisis desencadenada por Northern Rock y Lehman Brothers fue en buena medida la primera crisis del modelo “privado” de liquidez. El concepto mismo de liquidez “auto-referencial” se mostró absolutamente ilusorio. Los diversos episodios de hundimiento financiero en el período Septiembre 2007 a Septiembre de 2008 convirtieron en irrelevante el indicador de “solventía”, la asignación de una determinada calificación por parte de las agencias de calificación. La distribución en formas opacas del riesgo a través de los diversos

---

<sup>34</sup> Saskia Scholtes y Ben White, ‘Crisis at Bear Stearns funds hits market for subprime securities’, *Financial Times*, 20 de Junio de 2007, <http://www.ft.com/cms/s/0/eda85adc-1f94-11dc-ac86-000b5df10621.html#ixzz1YO9hFFym>.

<sup>35</sup> Véase la escueta nota en el *Financial Times* del 8 de Agosto, ‘BNP Paribas investment funds hit by volatility’, disponible en <http://www.ft.com/cms/s/0/9a4cab4c-464d-11dc-a3be-0000779fd2ac.html#axzz1XePLtVVH>.

<sup>36</sup> Jean Eaglesham, Peter Thal Larsen, Chris Giles y Lina Saigol, ‘UK to guarantee Northern Rock deposits’, *Financial Times*, 16 de Septiembre de 2007, disponible en <http://www.ft.com/intl/cms/s/2/39199b78-6489-11dc-90ea-0000779fd2ac.html#axzz1XePLtVVH>.

<sup>37</sup> Northern Rock in state hands, *Financial Times*, 18 de Febrero de 2008, disponible en

<http://www.ft.com/intl/cms/s/3/3f406b76-de05-11dc-9de3-0000779fd2ac.html#axzz1XePLtVVH>.

<sup>38</sup> Véase también la serie de cuatro artículos de Gillian Tett, John Gapper, Lawrence Summers y Chris Giles ‘The Big Freeze’, *Financial Times*, 3, 4, 5 y 6 de Agosto de 2008, disponibles en [www.ft.com](http://www.ft.com). Gillian Tett, *Fool’s Gold*, Londres: Little y Brown, 2009, capítulo 11 (First Failures).

<sup>39</sup> ‘Lehman Brothers files for bankruptcy’, *Financial Times*, 15 de Septiembre de 2008, disponible en <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/52098fa2-82e3-11dd-907e-000077b07658.html#axzz1XePLtVVH>.

Véase también Mark Williams, *Uncontrolled Risk: Lessons of Lehman Brothers and How Systemic Risk Can Still Bring Down the World Financial System*, New York: MacGraw Hill, 2010 y Lawrence G. MacDonald, *A Colossal Failure of Common Sense*, New York: Crown Publishing, 2009.

<sup>40</sup> Francesco Guerrera y Henny Sender, JPMorgan to buy Bear Stearns for \$236m, *Financial Times*, 18 de Marzo de 2008, disponible en <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/e2206ed2-f380-11dc-b6bc-0000779fd2ac.html#axzz1XePLtVVH>. Véase también William D. Cohan, *House of Cards*,

Harmondsworth: Penguin, 2009.

<sup>41</sup> Krishna Guha, Chris Giles, Saskia Scholtes y Joanna Chung, ‘US takes control of Fannie and Freddie’, *Financial Times*, 7 de Septiembre de 2008, disponible en <http://www.ft.com/cms/s/0/3a4cb13a-7d04-11dd-8d59-000077b07658.html#ixzz1YOKacuze>. Véase también Viral V. Acharya, Matthew Richardson, Stijn van Nieuwerburgh y Lawrence J. White, *Guaranteed to Fail: Fannie Mae, Freddie Mac, and the Debacle of Mortgage Finance*, Princeton: Princeton University Press, 2011.

productos financieros creados en las últimas dos décadas convirtieron de la noche a la mañana a todas las instituciones financieras en sospechosas y paralizó el mercado interbancario. La generalizada dependencia del mercado inter-bancario amenazó con arrastrar a todas las instituciones financieras. El sistema financiero internacional quedó al borde del abismo.

§31. La libre circulación de capitales *erga omnes* y la relajación de los estándares de supervisión bancaria aseguraron la rápida transmisión de la crisis. Sabemos ahora que más del 50% de los activos financieros derivados de las hipotecas basura fueron adquiridos por instituciones financieras europeas. De este modo, la crisis de las hipotecas basura se convierte en una vorágine que todo lo absorbe porque los sucesivos descalabros de entidades financieras no ponen de relieve la insolvencia de esta o aquella institución, cuanto el carácter ficticio del capital “producido” durante la fase expansiva de la burbuja. En ausencia de los cortafuegos generados por la regulación bancaria y los límites a la circulación del capital, el fuego financiero necesariamente se extiende sin freno. La constatación de que buena parte de los activos financieros son “aire frito”, unido a que los productos financieros más innovadores habían distribuido de forma extensa pero absolutamente incierta los riesgos subsiguientes, ponen contra las cuerdas al sistema financiero global. Y claro está, también al europeo. En Agosto de 2007 la Banca Central Europea toma las primeras medidas monetarias “no standard” para asegurar la liquidez en el mercado interbancario. La Banca Central no tardará en verse obligada a convertirse en *el equivalente funcional del mercado interbancario*, función que a la fecha de cierre de este artículo sigue desempeñando en buena medida. La “caída” de Lehman Brothers en Septiembre de 2008 acelera el proceso y conduce a una crisis financiera en cadena. El papel del estado como acreedor y asegurador de último recurso se hace efectivo a través de préstamos, garantías y recapitalizaciones de una buena parte de las entidades financieras. De que esa intervención no fue acorde con la naturaleza y dimensiones del problema da fe el hecho de que los bancos de la zona euro (y ciertamente no sólo de la zona euro) sigan inmersos en una profunda crisis, al tiempo que su papel de mediadores financieros y arietes de la inversión productiva dista de haberse reestablecido (aunque perseguir tal cosa quizá ponga de relieve el desconocimiento de la transformación que han sufrido las entidades financieras en las últimas décadas).

§32. El desplazamiento del centro de gravedad de la actividad económica al sector financiero, la “financiarización” de la economía a la que ya me he referido, da cuenta de la rápida transmisión de la crisis financiera a la actividad económica no financiera. No sólo la inversión y el consumo dependen del crédito en el modelo de crecimiento seguido desde los años ochenta, sino que buena parte de las empresas no financieras han desarrollado actividades financieras en paralelo a las productivas. Aunque junto con las diversas medidas de intervención en las entidades financieras las autoridades nacionales pusieron en marcha planes coyunturales de “estímulo” de la economía (y dejaron que funcionaran libremente los estabilizadores automáticos propios del Estado de Bienestar), la intensidad y la duración de la intervención (frenada en buena medida a partir de finales de 2009 en nombre de la “austeridad” presupuestaria) han servido para paliar la intensidad y consecuencias sociales del frenazo en seco de la actividad económica en 2008, pero no han sido suficientes para lograr que buena parte de las economías de la zona euro hayan recuperado tres años después la renta alcanzada en 2008. Si la crisis fue sentida antes y con mayor virulencia por los países que forman parte del “núcleo duro” de la zona euro (debido a su fuerte dependencia de las

exportaciones, lastradas por la caída en picado del comercio internacional en el último trimestre de 2008 y el primero de 2009), la crisis ha sido más honda y devastadora en los países periféricos. Ello desencadena la tercera de las crisis de la Unión Europea, la crisis de la deuda pública soberana. Aunque las circunstancias concretas que desencadenan la crisis de confianza en la solvencia del estado griego son altamente idiosincráticas, el problema del país helénico dista de serlo. El colapso de un modelo económico insostenible ha venido acompañado de la súbita revelación de la existencia de un déficit fiscal oculto, lo que deja a los países periféricos en una posición fiscal muy delicada, agravada por las responsabilidades implícitas derivadas de las prestaciones por desempleo en un estado social y democrático de derecho y las contingentes derivadas de la delicada situación de sus entidades financieras. La simbiosis generada en la primera década del euro entre endeudamiento de los países periféricos y superávits por cuenta corriente en los países del núcleo duro de la eurozona resultó, como queda dicho, en una unión de transferencias. La crisis de la deuda pública de los estados periféricos amenaza no sólo con arruinar a los respectivos estados, sino con poner de relieve las consecuencias de la unión de transferencias resultado del ejercicio de la libre circulación de capitales. La eventual bancarrota de un estado periférico hará efectivas las responsabilidades contingentes de los estados del núcleo duro de la zona euro en tanto que aseguradores en última instancia de las entidades financieras constituidas en su territorio (y prestatarias a los PIGS). La crisis de la deuda pública gira en torno a la cuestión de quién haya de ser quién cargue en último extremo con los costes derivados de la producción de capital ficticio durante las sucesivas burbujas financieras. De ahí trae causa la crisis del modelo de unión monetaria asimétrica. No sólo la crisis financiera ha demostrado el carácter insostenible de algunos de los principios constitucionales sustantivos e institucionales de la eurozona (revelando de paso la necesidad de pedir al derecho cosas que el derecho no puede hacer, como alterar el rumbo económico de un país) sino que sobre todo ha puesto de relieve la gravedad de las cuestiones no resueltas. Y la frivolidad de pensar que la Unión Europea podría improvisar una alternativa inaudita a la fórmula consolidada de ajustar la unidad monetaria a la unidad fiscal, macroeconómica, y en suma política.

II. Primera fase de la crisis (consecuencias del pinchazo de la burbuja de las hipotecas basura en Estados Unidos): Rescate y reforma financiera, planes de estímulo, “celebración” del euro.

§33. Como ya queda dicho, la “espoleta” de las crisis que sufre la Unión Europea, y muy especialmente, la eurozona, fue el pinchazo de la burbuja de las hipotecas basura en Estados Unidos. Esta primera fase está marcada por la caracterización de la crisis como una crisis esencialmente financiera e “importada”, en tanto que causada por graves fallas en la regulación de las instituciones financieras y en el gobierno de las mismas en Estados Unidos. Ello implica asumir que tanto el modelo económico como el modelo financiero europeo, y de forma muy significativa, el modelo de integración monetaria europea son esencialmente sólidos. De ahí que en esta primera fase la acción de los países europeos se dirija sobre todo a “amortiguar” los efectos que la crisis financiera estadounidense se dice tiene en Europa, o lo que es lo mismo, a resolver los problemas de liquidez de las entidades financieras causados por el “pánico” en Wall Street, a evitar la bancarrota de las ocasionales entidades que presenten verdaderos problemas de solvencia, y a “estimular” las actividades de los sectores

no financieros.<sup>42</sup> Lo que los dirigentes políticos de la Unión Europea y de los Estados Miembros esperan es que la crisis afecte a Europa sólo de forma coyuntural, y que una vez superada la crisis de confianza que provoca la falta de liquidez de las entidades financieras, el crédito vuelva a fluir hacia la inversión no financiera y que la actividad económica, parcialmente y temporalmente sostenida por los planes de estímulo, recupere la senda del crecimiento. El décimo aniversario de la unión monetaria en 2009 se vive en un clima de autocongratulación. De hecho, abundan los analistas que atribuyen a la unión monetaria que los países de la zona euro (y los de la Unión Europea en general, anclados a esta isla de estabilidad en un mar de turbulencia financiera) no hayan sufrido los efectos de la crisis con la misma agudeza que los plenamente expuestos a las corrientes de las finanzas internacionales. Ese diagnóstico parece confirmarse a la vista de la asistencia financiera que la Unión tiene que prestar a Hungría, Lituania y Rumanía, y a la persistencia de la candidatura de varios Estados a convertirse en miembros de pleno derecho de la eurozona.

§34. Es importante observar, sin embargo, que las medidas coyunturales que se adoptaron en esta primera fase predeterminaron en buena medida reformas estructurales en la segunda fase de la crisis (y muy probablemente, en la tercera). Así, el “modelo” de asistencia financiera a Hungría, Lituania y Rumanía se aplicará también, cuando menos en sus líneas maestras, a la ayuda que se conceda a Grecia, Irlanda y Portugal. En concreto, la renuncia a una solución “puramente europea” la apuesta por la *expansionary austerity* sin devaluación, o lo que es lo mismo, una brutal deflación interna para reequilibrar la economía. De igual modo, las decisiones de la Banca Central en materia monetaria sentarán las bases intelectuales del programa de compra de deuda pública. Finalmente, las diversas ayudas concedidas a las entidades financieras abren la puerta a intervenciones posteriores, y ponen en tela de juicio la idea misma de mercado financiero único (al derivarse de la reestructuración de las entidades en muchos casos el abandono de las operaciones en países distintos al de constitución de la entidad financiera).

§35. Sin embargo, las decisiones puntuales que se adoptan ponen de relieve una neta tendencia centrífuga y el abandono progresivo del ideal regulador de mercado financiero único. Tras los esbozos de una respuesta coordinada europea, tanto las medidas de “rescate” de las entidades financieras como los planes de “estímulo” de la economía son claramente nacionales, y a lo sumo se agregan bajo un rótulo europeo. De igual forma, las numerosas ayudas de Estado aceptadas de forma “excepcional” por la Comisión Europea conducen a un redimensionamiento geográfico de las entidades financieras europeas, resultando de facto la concesión de las mismas en el abandono del negocio en los estados miembros que no sean aquél en que esté constituida la entidad.

#### 1. Líneas generales

§37. La crisis bancaria ha tratado de resolverse mediante la combinación de una política monetaria heterodoxa por parte de las Bancas Centrales y mediante la redefinición de los controles públicos, tanto por lo que se refiere al marco regulador como al marco supervisor

---

<sup>42</sup> Esta estrategia “cuaja” a pocas semanas de la caída de Lehman Brothers. Véase la Comunicación de la Comisión, ‘De la crisis financiera a la recuperación: Un marco europeo de acción’, 29 de Octubre de 2008, COM (2008) 706 final, disponible en <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2008:0706:FIN:ES:PDF>.

de las entidades financieras. La Banca Central Europea (esencialmente en coordinación con la Reserva Federal y la Banca de Inglaterra, aunque el *tempo* de las tres instituciones fuera inicialmente bien distinto) se ha valido de medidas de política monetaria heterodoxa para tratar de apoyar al mercado interbancario (desde Agosto de 2007 a Septiembre de 2008) y posteriormente, para sustituir (se afirma temporalmente) al mercado interbancario (desde Septiembre de 2008 hasta la fecha, aunque de forma intermitente).

## 2. Medidas no-standard de política monetaria: la Banca Central como sustituto del mercado interbancario

§37. El “pinchazo” de la burbuja inmobiliaria en Estados Unidos provocó dudas acerca de la calidad de los *ratings* en tanto que indicadores de la “solvencia” de los activos financieros. Tras las dificultades públicas y notorias experimentadas en julio y agosto de 2007 por varios vehículos de inversión, las dudas se agravaron (como ya se dijo en §29-30). Dado que la “liquidez” de los mercados financieros había pasado a depender enteramente de la asunción de que los nuevos productos financieros aparecidos en los noventa habían “completado” los mercados financieros y que, gracias a ello, todos los riesgos estaban adecuadamente medidos, sin necesidad de recurrir a juicios prudenciales “cualitativos”, la súbita pérdida de confianza en los ratings provocó que la liquidez de la inmensa mayoría de los activos financieros se cuestionase. El efecto inmediato de tal cosa fue la dramática reducción del crédito disponible en el mercado interbancario. Y en la subida del tipo de interés al que se prestaban dinero las entidades en tal mercado.

§38. Ante el creciente diferencial entre el tipo de interés fijado por la Banca Central y el tipo de interés en el mercado interbancario, y ante el “cierre” de ese mercado para una parte notable de las entidades financieras europeas, la Banca Central estimó que se estaban generando obstáculos a la adecuada transmisión de la política monetaria de la Banca. Esa fue la base sobre la que se sustentó la decisión de comenzar a hacer un uso heterodoxo de la política monetaria, de modo y manera que se convirtió primero en apoyo del mercado interbancario, después en *intermediador financiero* de último recurso (y por tanto sustituto del mercado interbancario), y en buena medida, en *acreedor de último recurso* (posición que se acentuaría a medida que la Banca comenzase a ampliar la lista de *colateral* aceptable como garantía).

§39. En una primera fase (desde el 9 de Agosto de 2007 a la caída de Lehman Brothers en octubre de 2008) la Banca Central Europea cambió su política monetaria *cualitativamente* (de ahí que se hable de un *qualitative easing*) y comenzó a actuar como apoyo fundamental del mercado interbancario.<sup>43</sup> La Banca alteró la periodicidad de sus operaciones en el mercado abierto y dilató el período de madurez de sus operaciones.<sup>44</sup> Así, el 9 de Agosto ofreció

---

<sup>43</sup> Domenico Giannone, Michele Lenza, Huw Pill y Lucrezia Reichlin, ‘Non-Standard Policy and Monetary Developments’, ECB Working Paper 1290, disponible en <http://www.ecb.int/pub/pdf/scpwps/ecbwp1290.pdf>.

<sup>44</sup> ‘Central banks’ aggressive moves stun markets’, Financial Times, 9 de Agosto de 2007, <http://www.ft.com/cms/s/0/569c9418-46a0-11dc-a3be-0000779fd2ac.html#axzz1XePLtVVH> y Michele Lenza, Huw Pil y Lucrezia Reichlin, ‘Monetary Policy in Exceptional Times’, Working Paper 1253 de la BCE, disponible en <http://www.ecb.int/pub/pdf/scpwps/ecbwp1253.pdf>, pp. 13/14. Véanse también los discursos de Trichet, Trichet al Parlamento Europeo, 11 de Septiembre de 2007, disponible en [http://www.ecb.int/press/key/date/2007/html/sp070911\\_1.en.html](http://www.ecb.int/press/key/date/2007/html/sp070911_1.en.html), Trichet sobre la

liquidez en cuantía ilimitada en una operación extraordinaria *overnight* a un tipo de interés fijo (la llamada en jerga “fixed rate full allotment tender”), mientras que en los días sucesivos ofreció liquidez (aunque decreciente en volumen) a un tipo de interés variable (fijado en función de la demanda de liquidez por las entidades financieras). A partir del 14 de Agosto aumentó el montante en las subastas de refinanciación a una semana, y a partir del 21 de Agosto comenzó a ofrecer operaciones de refinanciación a tres meses. Sin embargo, la Banca Central no aumentó el tamaño total de su “balance sheet”. Ni tampoco alteró en modo alguno su política de tipos de interés (de hecho, a contracorriente de la decisión de otras bancas centrales, incluida la Fed, la Banca Central no sólo mantuvo el tipo de interés en el 5%, sino que el 9 de Julio de 2008 subió el mismo un cuarto de punto, hasta el 5,25%).

§40. En una segunda fase (desde la caída de Lehman Brothers en octubre de 2008 hasta finales de 2009) el carácter heterodoxo de la política monetaria de la Banca Central se acentuó. La Banca pasó de “apoyar” al mercado interbancario a convertirse en el sustituto (temporal) del mercado interbancario, en el “market-maker” de último recurso (o lo que es lo mismo, en *el* mercado interbancario). Es a partir de este momento que se “normaliza” el mecanismo excepcional de ofrecer liquidez en cantidad ilimitada a un tipo fijo (el fixed rate full allotment tender al que acaba de hacerse mención) y se generalizan operaciones con plazos de vencimientos más largos, que llegaron a ser de un año.<sup>45</sup> A ello se une que se amplió drásticamente la lista de garantías aceptables para obtener liquidez de la Banca Central, lo que convirtió a la Banca no sólo en sustituto de último recurso, sino también en prestador de último recurso para muchas entidades financieras.<sup>46</sup> Aunque la Banca Central comenzó a reducir en Enero de 2010 el plazo de vencimiento de las operaciones non-standard, como veremos en la próxima sección, se verá obligada a volver a ampliarlas.

§41. En Mayo de 2009 se desarrolló un nuevo y limitado mecanismo consistente en la creación de un programa de compra de “covered bonds” de hasta 60.000 millones de euros.<sup>47</sup>

---

colaboración con la Fed, Hamburgo, 7 de Diciembre de 2007, disponible en <http://www.ecb.int/press/key/date/2007/html/sp071207.en.html>, Bini Smaghi, ‘Financial globalisation and excess liquidity: monetary policies and new uncertainties’, 21 de Octubre de 2007, disponible en <http://www.ecb.int/press/key/date/2007/html/sp071021.en.html>. No deja de ser paradójico y revelador que una semana antes de esta decisión, Trichet estuviera enzarzado en la batalla “constitucional” por excluir a la Banca del listado de instituciones de la Unión Europea en el Tratado de Lisboa. Véase Tobias Buck, ‘Central bank chief urges change to EU treaty’, *Financial Times*, 11 de Agosto de 2011, disponible en <http://www.ft.com/cms/s/0/2129d4a0-4775-11dc-9096-0000779fd2ac.html#axzz1XePLtVvH>.

<sup>45</sup> Lenza, Pil, Reichlin, *supra*, nota 44, p.20

<sup>46</sup> Algo facilitado por el hecho de que la Banca pueda decidir de forma autónoma y ejecutiva cuáles sean tales garantías. Véase Reglamento (CE) 1053/2008 del Banco Central Europeo de 23 de Octubre de 2008 sobre cambios temporales en las normas relativas a la admisibilidad de activos de garantía, disponible en [http://www.ecb.int/ecb/legal/pdf/1\\_28220081025es00170018.pdf](http://www.ecb.int/ecb/legal/pdf/1_28220081025es00170018.pdf). Al que sucederá en cuestión de semanas la definitiva Orientación del Banco Central Europeo de 23 de octubre de 2008 por la que se modifica la Orientación BCE/2000/7 sobre los instrumentos y procedimientos de la política monetaria del Eurosistema, disponible en [http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/1\\_03620090205es00310045.pdf](http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/1_03620090205es00310045.pdf). Especificaciones técnicas adicionales en [http://www.ecb.int/press/pr/date/2008/html/pr081112\\_1.en.html](http://www.ecb.int/press/pr/date/2008/html/pr081112_1.en.html) (11 de Noviembre) y <http://www.ecb.int/press/pr/date/2008/html/pr081117.en.html> (17 de Noviembre) y [http://www.ecb.int/press/pr/date/2008/html/pr081126\\_2.en.html](http://www.ecb.int/press/pr/date/2008/html/pr081126_2.en.html) (26 de Noviembre).

<sup>47</sup> Decisión de la Banca Central Europea, de 2 de julio de 2009, sobre la ejecución del programa de adquisiciones de instrumentos de renta fija tipo Pfandbrief (bonos garantizados), [http://www.ecb.int/ecb/legal/pdf/1\\_17520090704es00180019.pdf](http://www.ecb.int/ecb/legal/pdf/1_17520090704es00180019.pdf).

Con lo que la Banca Central (de forma muy limitada) pasó a valerse de la política de adquirir de forma directa y no mediada productos financieros. El programa se cerró en 2010, aunque el estado actual del mercado quizá fuerce su reapertura.<sup>48</sup>

### 3. Préstamos, garantías, recapitalizaciones bancarias

§42. A pesar de algún (tímido) intento por parte de la Presidencia francesa de turno,<sup>49</sup> los Estados europeos fueron incapaces de articular medidas conjuntas para evitar que la vorágine financiera estadounidense dislocara el sistema financiero europeo.<sup>50</sup> Pese a la (apariencia) de resolución coordinada de los problemas planteados por la falta de liquidez de algunas entidades transeuropeas en los días inmediatamente posteriores a la caída de Lehman Brothers (Dexia y Fortis),<sup>51</sup> filias comunitarias se rompieron pronto.

§43. El ariete primero fue la decisión del gobierno irlandés de ofrecer una garantía completa (*blanket guarantee*) a todas las entidades financieras constituidas en Irlanda el 30 de Septiembre de 2009. El Parlamento convirtió la decisión en ley el día siguiente.<sup>52</sup> De este

---

<sup>48</sup> Gabi Thesing, 'ECB Should Keep Buying Covered Bonds After End of Program, Economists Say', *Bloomberg*, 24 de Junio de 2010, disponible en <http://www.bloomberg.com/news/2010-06-24/ecb-should-keep-buying-covered-bonds-after-program-ends-economists-say.html>.

<sup>49</sup> En concreto, la creación de un fondo europeo común por un importe de 300.000 millones de euro, rechazado de plano por Alemania. Véase 'Lifelines', *The Economist*, 11 de Octubre de 2008. Son reveladores las declaraciones del ministro de finanzas alemán Steinbrück a una emisora de radio tudesca: "We as Germans do not want to pay into a big pot where we do not have control and do not know where German money might be use."

<sup>50</sup> Las intervenciones públicas en IKB, Sachsen LB y West LB (en Alemania) y en Northern Rock (Reino Unido) durante 2007 fueron todas ellas caracterizadas como "incidentes aislados", debidos a la peculiar gestión y/o gobernanza de la institución, aunque el "hundimiento" de todas ellas estuviera directamente causado por las *subprime*.

<sup>51</sup> Los Estados del Benelux la adquisición de partes del grupo por los gobiernos holandés y luxemburgués, al abandonar BNP Paribas las negociaciones para la adquisición de la entidad en su conjunto. La parte "belga" del negocio sería posteriormente adquirida por la banca gala. Pese a la concordia ante los flashes de los fotógrafos, los gobiernos pronto se lanzaron acusaciones cruzadas acerca de la buena fe en las negociaciones y la justicia del precio pagado por holandés y luxemburgueses. Una trifulca en plena concordancia con la accidentada historia reciente de la entidad. Sobre la compleja historia de la formación del grupo durante la burbuja financiera y la debacle posterior, véase el instructivo libro de Jeroen Smit, *The Perfect Prey: The Fall of ABN Amro, or: What Went Wrong in the Banking Industry?*, Londres: Quercus, 2009. El 3 de Octubre Bélgica, Francia y Luxemburgo organizaron ayudas a Dexia, entidad severamente afectada por sus inversiones en Estados Unidos. Los estados acordaron una inyección de capital y la prestación de garantías sobre los depósitos. La negociación distó de ser distendida, si son fiables las varias informaciones de prensa en tal sentido. Véase Francis van de Woestyne y Ariane van Caloen, 'Comment Sarkozy a mangé tout crus les "p'tits Belges"', reproducido en *Courrier International*, 11 de Diciembre de 2008.

<sup>52</sup> Decisión tomada en la noche entre el 29 y 30 de Septiembre de 2008 en una reunión entre el Taoiseach Cowan, el Ministro de Economía Lenihan y los directivos de los seis grandes bancos irlandeses y refrendada por el Parlamento irlandés por trámite de urgencia y sin apenas debate el 2 de Octubre. El texto de la propuesta de 30 de Septiembre se encuentra en <http://www.oireachtas.ie/viewdoc.asp?fn=/documents/bills28/bills/2008/4508/b4508d.pdf> ; la ley en <http://www.oireachtas.ie/viewdoc.asp?fn=/documents/bills28/acts/2008/a1808.pdf> . El Artículo 6 de la Ley apodera al Ministro de Finanzas para transferir todos los activos que estime oportunos desde el sector privado al Tesoro Público. Ello implicaba poner en riesgo hasta dos veces el producto interior bruto irlandés (calculado mediante referencia al de 2008, sensiblemente "hinchado" por el efecto de la burbuja especulativa), o lo que es lo mismo, el montante de seis años de Presupuestos Generales del Estado irlandés (el gasto público representaba en Irlanda en 2009 el 34.1% del PIB). Sobre el trasfondo político de esa noche, véase Simon Carswell, 'The big gamble: The inside story of the bank

modo, no sólo se garantizaban los activos, sino todas las actividades financieras de los bancos irlandeses. La decisión fue recibida con fuertes críticas por parte de la Comisión (y ésta de hecho en el origen de las medidas excepcionales tomadas en materia de ayudas de estado)<sup>53</sup> y por parte de los restantes Estados Miembros (señaladamente Alemania). Sin embargo, la misma generó muy pronto una *race to the top* en términos de prestación de nuevas garantías por parte de los Estados Miembros, ante el miedo a que se produjera un trasvase de depósitos valiéndose de la libre circulación de capitales.<sup>54</sup> Así, tras un fin de semana en el que al parecer se produjeron retiradas electrónicas de fondos no despreciables en dirección a Irlanda, el gobierno alemán decidió virar en redondo y garantizar también los depósitos bancarios de su sistema financiero (que suponía entonces más de tres billones de euros).<sup>55</sup> Los ministros de finanzas de la Unión pretendieron entonces tomar una decisión colectiva, y acordaron la conveniencia de modificar la Directiva sobre garantía de depósitos, de modo que el mínimo de cuya restitución responden los estados se incrementase de 25.000 a 50.000 euros de forma inmediata, y llegase a 100.000 euros a partir de Diciembre de 2010.<sup>56</sup>

§44. Roto el principio y disimulada la ruptura bajo el paraguas europeo del cambio de la directiva,<sup>57</sup> los Estados Miembros copiaron el “modelo británico” de asistencia a las entidades financieras, combinando de forma diversa tres grandes tipos de medidas: (1) recapitalización a cambio de la entrada del estado en el capital de la entidad; (2) adquisición de activos “tóxicos” o “dañados” en posesión de los bancos; (3) prestación de garantías a los bonos

---

guarantee’, *Irish Times*, 25 de Septiembre de 2010, disponible en

[http://www.irishtimes.com/newspaper/weekend/2010/0925/1224279646952\\_pf.html](http://www.irishtimes.com/newspaper/weekend/2010/0925/1224279646952_pf.html).

<sup>53</sup> El 1 de Octubre la Comisión Europea dirigió una carta al gobierno irlandés indicando la existencia de serias dudas acerca de la compatibilidad de la garantía extendida a los bancos irlandeses con el derecho comunitario. El 13 de Octubre de 2008, la Comisión elaboró en detalle los argumentos al respecto. Véase la muy instructiva misiva en [http://ec.europa.eu/eu\\_law/state\\_aids/comp-2008/nn048-08.pdf](http://ec.europa.eu/eu_law/state_aids/comp-2008/nn048-08.pdf)

<sup>54</sup> ‘On life support’, *The Economist*, 4 de Octubre de 2008, disponible en

[http://www.economist.com/node/12342156?story\\_id=12342156](http://www.economist.com/node/12342156?story_id=12342156).

<sup>55</sup> ‘Lifelines’, *The Economist*, 11 de Octubre de 2008, disponible en

[http://www.economist.com/node/12381995?story\\_id=E1\\_TNPRTJJV](http://www.economist.com/node/12381995?story_id=E1_TNPRTJJV).

<sup>56</sup> Conclusiones del Consejo de Ministros ECOFIN de 7 de Octubre de 2008, disponibles en [http://www.eu2008.fr/webdav/site/PFUE/shared/import/1007\\_Resultats\\_Conseil\\_Ecofin/Immediate\\_responses\\_to\\_financial\\_turmoil\\_-\\_Council\\_conclusions.pdf](http://www.eu2008.fr/webdav/site/PFUE/shared/import/1007_Resultats_Conseil_Ecofin/Immediate_responses_to_financial_turmoil_-_Council_conclusions.pdf); Directiva 2009/14/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 11 de Marzo de 2009 por la que se modifica la Directiva 94/19/CE relativa a los sistemas de garantía de depósitos, en lo que respecta al nivel de cobertura y al plazo de pago, DOUE L 68, de 13 de Marzo de 2009, pp. 3-7, disponible en <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2009:068:0003:0007:ES:PDF>.

<sup>57</sup> Que esta acción sólo fue europea en un sentido muy lato y débil puede comprobarse si se tiene en cuenta que Van Rompuy habla en su comunicado de prensa de 22 de Octubre de 2011, al referirse a las medidas de recapitalización del sector bancario, de un “truly coordinated European approach”. De lo que se deduce que Van Rompuy distingue entre “coordinated European approach” y “truly coordinated European approach”. Dejo a la discreción del lector determinar en qué ocasiones la acción comunitaria fue sólo “coordinated European approach” y no “truly coordinated European approach”. En la misma línea, el Comunicado de la Cumbre del Euro de 26 de Octubre, anejo segundo atinente al paquete bancario, apartado tercero (que reproduce el texto acordado por los Jefes de Estado y de Gobierno de la Unión Europea en su conjunto), reza del siguiente modo: “Pudiera ser que una simple repetición de la experiencia de 2008, con plena discrecionalidad a nivel nacional en la implantación de planes de liquidez, no aportara la solución adecuada, en vista de las condiciones actuales de los mercados. Se precisa, por lo tanto, un planteamiento verdaderamente coordinado a nivel de la UE en lo referente a criterios de acceso, fijación de precio y condiciones. La Comisión debería examinar urgentemente, junto con la ABE, el BEI y el BCE, las opciones que permitan alcanzar este objetivo, e informar al respecto al Comité Económico y Financiero”



emitidos por los bancos; (4) ayudas a la liquidez de las entidades bancarias. Tales ayudas se concentraron en el último trimestre de 2008, en el período inmediatamente posterior a la caída de Lehman Brothers.

En el segundo simulacro de acción colectiva, los Jefes de Estado y de gobierno de la zona euro (con Gordon Brown, entonces primer ministro británico, como invitado) celebraron el primero Consejo Europeo de la zona euro y anunciaron un total de más de 1,8 billones de euros en medidas nacionales de apoyo financiero a las bancas europeas el 12 de Octubre de 2008.<sup>58</sup>

#### 4. “Flexibilización” del control y supervisión de las ayudas de estado a las entidades financieras

§45. La decisión de aceptar planes nacionales y heterogéneos de asistencia financiera a los bancos implicaba necesariamente alterar las condiciones de competencia en el sector financiero. Garantías, créditos, compra de activos tóxicos o entradas del estado en el capital de una banca pueden distorsionar la competencia, y han de ser caracterizadas, por tanto, como ayudas de estado *prima facie*. Si salvar de la quema a los bancos requería concederles ayudas de uno u otro tipo, ¿Cómo podría reconciliarse el “rescate” del sistema financiero con el mantenimiento de la libre competencia? Cuestión ésta especialmente trascendente dado que habitualmente se asume que las entidades financieras determinan, mediante la concesión de créditos, la marcha de toda la economía en su conjunto. Invocando el artículo 107(3)(b) del TFUE, que permite flexibilizar los criterios que la Comisión aplica a la hora de determinar la compatibilidad de las ayudas de estado con el derecho comunitario, el Consejo Europeo de 15 de Octubre, tras apoyar los planes nacionales al respecto, solicitó de la Comisión la elaboración de normas temporales y excepcionales, reconsiderando en especial las normas aplicables en casos de rescate o reestructuración de entidades financieras.<sup>59</sup>

§46. El resultado de ello ha consistido en cuatro comunicaciones de la Comisión, aprobadas entre Octubre de 2008 y Agosto de 2009, sustentadas todas ellas en dos premisas. La primera, que la preservación del principio de libre competencia y del marco institucional de supervisión y control, con la Comisión en su centro, exigían flexibilizar los criterios empleados por la Comisión en situaciones ordinarias, pues de otro modo el marco constitucional no hubiera sido capaz de aguantar la crisis sin romperse. La segunda, que la no concesión de ayudas en un mercado financiero en crisis insuficientemente regulado y regulado

---

<sup>58</sup> Consejo Europeo (Eurogrupo), 12 de Octubre de 2008, *Declaration sur un plan action concerté dans le pays de la zone euro*, [http://www.eu2008.fr/PFUE/site/PFUE/lang/fr/sommet\\_pays\\_zone\\_euro\\_declaration\\_plan\\_action\\_concertee.html](http://www.eu2008.fr/PFUE/site/PFUE/lang/fr/sommet_pays_zone_euro_declaration_plan_action_concertee.html), y <http://register.consilium.europa.eu/pdf/en/08/st14/st14239.en08.pdf>. Cálculo sobre el monto de las garantías en ‘The End of the Beginning’, *The Economist*, 18 de Octubre de 2008.

<sup>59</sup> Conclusiones de la Presidencia, Consejo Europeo 15 y 16 de Octubre de 2008, disponibles en [http://www.google.es/url?sa=t&rct=j&q=consejo%20europeo%20de%2015%20de%20octubre%202008&source=web&cd=2&ved=0CCsQFjAB&url=http%3A%2F%2Fwww.consilium.europa.eu%2Fuedocs%2FNewsWord%2Fes%2Fec%2F103454.doc&ei=USKzTo7LOMSx8gPZ-KTxBA&usg=AFQjCNFhgb-UCLpHcj8cDFT1xV-eq0Fryw&sig2=259HX1r-Cp\\_LV6a1f3dLcQ](http://www.google.es/url?sa=t&rct=j&q=consejo%20europeo%20de%2015%20de%20octubre%202008&source=web&cd=2&ved=0CCsQFjAB&url=http%3A%2F%2Fwww.consilium.europa.eu%2Fuedocs%2FNewsWord%2Fes%2Fec%2F103454.doc&ei=USKzTo7LOMSx8gPZ-KTxBA&usg=AFQjCNFhgb-UCLpHcj8cDFT1xV-eq0Fryw&sig2=259HX1r-Cp_LV6a1f3dLcQ), pár. 5: “En las circunstancias excepcionales actuales, la aplicación de las normas europeas debe seguir respondiendo a la exigencia de una actuación rápida y flexible. El Consejo Europeo apoya a la Comisión en la aplicación, con este ánimo, de las normas relativas a la política de la competencia y, en particular, las relativas a las ayudas públicas, sin dejar de aplicar al mismo tiempo los principios del mercado único y del régimen de tales ayudas.”

de forma fragmentaria no hubiera hecho posible que el propio mercado se ajustara mediante la bancarrota ordenada de las entidades en bancarrota, sino que hubiera conducido a la catástrofe.<sup>60</sup>

La primera de esas comunicaciones (habitualmente conocida como “Comunicación Bancaria”)<sup>61</sup> estableció las condiciones mínimas exigibles a las ayudas a la banca, en concreto que (1) las mismas no fueran discriminatorias; (2) que la consistencia de las ayudas estuviera definida de manera clara; (3) que las ayudas fueran temporales; (4) que las ayudas estuvieran remuneradas; (5) que existieran mecanismos que evitasen abusos (como por ejemplo, el uso de las ayudas para ganar cuotas de mercado). Al tiempo que la recomendación apuntaba al condicionamiento de la concesión de ayudas a planes de reestructuración de las entidades (con el objeto de evitar que volvieran a convertirse en pesados fardos para el contribuyente, y a modo de reemplazo funcional del insuficiente marco regulatorio supranacional de la actividad de las entidades financieras).

La segunda, la Comunicación de Recapitalización,<sup>62</sup> fijó el criterio según el cual las inyecciones de capital en las entidades bancarias habrían de remunerarse de acuerdo con el valor normal de mercado (expresión cargada de ambivalencia en una situación en la que los mercados financieros sencillamente no funcionaban). Al tiempo que obligaba a la reestructuración a las entidades que sufran una crisis de solvencia, y se exige que sus accionistas soporten una mayor parte del coste de saneamiento de la entidad.

La tercera, de tratamiento de activos tóxicos,<sup>63</sup> fija otro precio enigmático, en este caso el de compra de los citados activos, que estarán por encima del valor de mercado, pero no podrán superar el valor económico real, al tiempo que impone la obligación de que estas operaciones se ajusten al principio de transparencia.

La cuarta, de reestructuración,<sup>64</sup> determina cuando tienen las entidades bancarias que presentar planes de reestructuración, en qué casos sea posible la ayuda financiera, al tiempo que se introduce el requisito de aceptar someterse a un *stress test*, test que se generalizaría una vez que el supervisor bancario europeo comenzase a operar.

§47. En resumen, las normas de competencia y sobre ayudas de estado han sido flexibilizadas con el objeto de evitar roturas aún mayores al “traje constitucional” en el que operan las empresas europeas. De este modo, hay una clara complementariedad entre las normas no –

---

<sup>60</sup> Véase Commission Staff Working Paper, ‘The effects of temporary State aid rules adopted in the context of the financial and economic crisis’, 5 Octubre de 2011, SEC (2011) 1126 final, disponible en [http://www.europarl.europa.eu/registre/docs\\_autres\\_institutions/commission\\_europeenne/sec/2011/1126/COM\\_SEC\(2011\)1126\\_EN.pdf](http://www.europarl.europa.eu/registre/docs_autres_institutions/commission_europeenne/sec/2011/1126/COM_SEC(2011)1126_EN.pdf), p. 1.2

<sup>61</sup> ‘Comunicación de la Comisión: La aplicación de las normas sobre ayudas estatales a las medidas adoptadas en relación con las instituciones financieras en el contexto de la actual crisis financiera mundial’, DOCE C 270, 25.10.2008, pp. 8-14.

<sup>62</sup> ‘Comunicación de la Comisión: La recapitalización de las instituciones financieras en la crisis financiera actual: limitación de las ayudas al mínimo necesario y salvaguardias contra los falseamientos indebidos de la competencia’, DOCE C 10, 15.01.2009, pp. 2-10.

<sup>63</sup> ‘Comunicación de la Comisión sobre el tratamiento de los activos cuyo valor ha sufrido un deterioro en el sector bancario comunitario’, DOCE C 72, 26.03.2009, pp. 1-22.

<sup>64</sup> ‘Comunicación de la Comisión sobre la recuperación de la viabilidad y la evaluación de las medidas de reestructuración en el sector financiero en la crisis actual con arreglo a las normas sobre ayudas estatales’, DOCE C 195, 19.08.2005, pp. 9-20

standard de política monetaria aplicadas por la Banca Central Europea, los planes nacionales de rescate de la banca y la flexibilización de las normas relativas a las ayudas de estado. En este proceso, sin embargo, el proyecto de integración del mercado financiero se ha resentido, al estructurar los estados las ayudas en modo y manera que la reestructuración implica la reducción de las actividades en otros Estados Miembros.<sup>65</sup>

## 5. Estímulo de la economía real

§48. La rapidez y virulencia con la que la crisis financiera se convirtió en crisis económica desencadenó inmediatamente el funcionamiento de los estabilizadores automáticos propios de los estados sociales y democráticos de derecho. Sin embargo, tales mecanismos se mostraron pronto insuficientes para amortiguar el impacto de la recesión económica, especialmente aguda en sus fases iniciales en los países con gran dependencia de la exportación, al desplomarse el comercio internacional en el último cuarto del 2008.

§49. De forma semejante a lo que fuera el caso con las ayudas de estado a las entidades financieras, el embrionario debate acerca de la conveniencia de adoptar un único plan de estímulo europeo fue cortado en seco por la negativa alemana a considerar tal propuesta el 5 de Octubre. Lo que el Consejo Europeo del 18 de Octubre hizo fue envolver en celofán europeo los distintos planes de estímulo macro-económico. La Comisión articuló esa estrategia al elaborar una estrategia europea basada esencialmente en la yuxtaposición de planes nacionales y una modesta contribución europea.<sup>66</sup> El plan había de aplicarse en 2009 y 2010, y suponer un gasto anti-cíclico de 200.000 millones de euros (el 1.5% del PIB europeo), de los que sólo un 15% serían sufragados por el presupuesto europeo (a lo que se une la predisposición a acelerar el desembolso de los Fondos Estructurales). De forma paralela, la Comisión flexibilizó los criterios de evaluación de ayudas de estado a entidades no financieras con carácter temporal.<sup>67</sup> Amén de la posibilidad (de la que prácticamente no se valieron los Estados Miembros) de conceder préstamos subvencionados con el objeto de producir productos “ecológicos”, la Comunicación elevó temporalmente la cuantía que quedaba exenta de todo control, al permitirse ayudas de hasta medio millón de euros (lo que probablemente habrá beneficiado a algunas empresas pequeñas y medianas).

## 6. Ensayo general de crisis de deuda soberana: los “rescates” de Hungría, Lituania y Rumanía

§50. La crisis financiera mundial se agudizó en septiembre de 2008 tras la caída de la banca estadounidense Lehman Brothers. Lo que durante años pareció un crecimiento robusto y fuerte de las instituciones financieras se reveló de forma repentina una enorme masa de capital ficticio. El mercado interbancario se detuvo. Sólo la intervención de las instituciones públicas en ejercicio de sus funciones como prestamistas de último recurso evitó el hundimiento del sistema financiero internacional.

---

<sup>65</sup> Daniel Zimmer y Martin Blaschczok, ‘The role of competition in European state aid during the financial market crisis’, 32 (2011) *European Competition Law Review*, pp. 9-16, pp. 14-16.

<sup>66</sup> Comunicación de la Comisión al Consejo Europeo - Un Plan Europeo de Recuperación Económica, COM (2008) 800 final, disponible en <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2008:0800:FIN:ES:PDF>.

<sup>67</sup> ‘Comunicación de la Comisión : Marco temporal aplicable a las medidas de ayuda estatal para facilitar el acceso a la financiación en el actual contexto de crisis económica y financiera’, de 17 de Diciembre de 2008, DOCE C 83, de 07.04.2009, pp. 1-15.

§51. Lo que las autoridades no pudieron, no quisieron y/o no supieron evitar fue la mutación inmediata de la crisis financiera en una crisis económica, cuyo primer síntoma fue una brutal caída del comercio internacional. El impacto netamente asimétrico de la crisis (cuya virulencia dependió en buena medida del grado de exposición externa de cada estado, de su previa posición financiera y de su autonomía o dependencia monetaria) generó a su vez fuertes oscilaciones en los mercados de divisas internacionales.

§52. El paraguas de la unión monetaria redujo el grado en que los Estados Miembros de la zona euro<sup>68</sup> se vieron afectados tanto por la caída del comercio internacional como por la volatilidad en los mercados de divisas. El euro se mantuvo relativamente estable, al tiempo que su mera existencia canceló los efectos de tal volatilidad sobre la mayor parte de las actividades económicas internacionales de los países de la eurozona (por ser otros miembros de la misma sus principales socios comerciales).

Por el contrario, varios de los estados miembros que accedieron en el 2004 (de los países de la “nueva Europa”) sufrieron con especial virulencia la crisis a resultas de un modelo económico que se había sustentado en el crecimiento del gasto privado financiado mediante deuda externa y en una fuerte dependencia de las exportaciones (en buena medida, a países de la Unión Europea).

§53. Pocas semanas después de la caída de Lehman Brothers, Hungría dio claros síntomas de asfixia financiera. Pese a un significativo superávit comercial, el país centro-europeo estaba especialmente expuesto a las turbulencias financieras a causa de una enorme deuda externa y de una delicada situación fiscal (con una deuda que superaba el 66% en 2007, la más alta de entre los países de Europa del Este) precedente a la crisis financiera mundial.<sup>69</sup> Parte de la deuda pública, así como la mayor parte de los créditos hipotecarios y al consumo (en especial para la compra de automóviles) no sólo eran financiados con capitales extranjeros, sino que se habían contraído en divisas extranjeras (principalmente, francos suizos, euros y yenes, al promocionar de forma escasamente responsable las entidades financieras el recurso a divisas en las que las tasas de interés eran inferiores a la húngara). Hungría solicitó y obtuvo créditos por valor de 19.700 millones de euros (equivalente al 18.5% del PIB húngaro en 2008) del Fondo Monetario Internacional (15,700 millones de dólares, equivalentes entonces a 12.200 millones de euros),<sup>70</sup> la Unión Europea (6.500 millones de euros) y el Banco Mundial (1.000 millones de euros).

§54. A finales del invierno de 2009 las arcas públicas de Lituania quedaron exangües. Tras una década de rápido crecimiento económico impulsado por un crecimiento insostenible del consumo privado financiado en buena medida con influjo de capital extranjero (reflejado en un astronómico déficit fiscal) y un déficit simultáneo en la balanza comercial, Lituania experimentó una caída brutal de la actividad económica en 2009 (perdiendo una quinta parte de su producto interior bruto) y el afloramiento repentino de un déficit fiscal estructural (10% del PIB en 2009). El margen de maniobra del gobierno se veía lastrado por la decisión

---

<sup>68</sup> Y aquéllos que como Dinamarca son *de facto* aunque no *de jure* parte del bloque monetario europeo.

<sup>69</sup> EUI Country Report, Octubre de 2008, página 14; ‘Crisis comes to Hungary’, The New York Times, 19 de Octubre de 2008, <http://www.nytimes.com/2008/10/19/world/europe/19hungary.html>

<sup>70</sup> Tony Barber, ‘Hungary rescue a bid to contain crisis’, Financial Times, 29 de Octubre de 2008, <http://www.ft.com/cms/s/0/513de4ca-a5b0-11dd-9d26-000077b07658.html#ixzz1XDBAcFHD>.

tomada en 2005 de adherirse al sistema monetario europeo con una banda de fluctuación respecto del euro del 1%. En Diciembre de 2008 Lituania obtuvo una ayuda de 7.500 millones de euros (40% del PIB del país en 2009, 32,5% del PIB de 2008). La Unión Europea aportó 3.100 millones, el FMI 1.700 millones, los países nórdicos (Dinamarca, Suecia, Noruega y Finlandia 1.800 millones, el Banco Mundial 400 millones y República Checa, Polonia, Estonia y el Banco Europeo para la Reconstrucción y el Desarrollo 500 millones más en conjunto.<sup>71</sup>

**§55.** Rumanía prolongó dos meses más su agonía fiscal. Al igual que Hungría y Lituania, Rumanía se vio lastrada por un enorme endeudamiento externo y por la fragilidad de la posición fiscal del estado, estructuralmente debilitada por el enorme peso de la economía sumergida. En Marzo de 2009 solicitó ayuda financiera a la Unión Europea y al Fondo Monetario, que concedieron por un monto de 20.000 millones de euros (17% del PIB).<sup>72</sup> El Fondo aportó 13.000 millones de euros, la Unión 5,000 millones de euros, 1,000 millones el Banco Mundial y otros 1,000 millones varias instituciones multilaterales, incluyendo el Banco Europeo para la Reconstrucción y el Desarrollo.

**§56.** El procedimiento, forma y manera de resolver estas crisis es de gran importancia porque la Unión Europea se enfrentó en ellas a las primeras crisis fiscales de un Estado Miembro en más de tres décadas.<sup>73</sup> Las soluciones arbitradas son importantes tanto en sí mismas como (y quizá principalmente) en tanto que sirvieron de prueba general del modo y manera en que la Unión Europea afrontaría posteriormente la crisis financiera de varios estados de la zona euro. Tres son los rasgos principales de las ayudas concedidas.

Primero, la Unión Europea renunció a resolver de forma puramente interna las crisis húngara, lituana y rumana. En todos los casos la ayuda financiera fue prestada por la Unión Europea y el Fondo Monetario Internacional, a los que se unieron diversos países e instituciones. En el caso de Hungría, el Banco Mundial fue también parte de la cordada; en el de Lituania participaron sus principales socios comerciales e inversores financieros (Suecia, Dinamarca, Finlandia, Noruega, Estonia, República Checa y Polonia) junto a la Banca Mundial; en el de Rumanía, el Banco Europeo de Inversiones y el Banco Europeo para la Reconstrucción y el Desarrollo. Sólo en el caso de Lituania la Unión Europea realizó la aportación de la mayoría de los fondos.

Segundo, la ayuda consistió en préstamos troquelados según el patrón clásico del Fondo Monetario Internacional, o lo que es lo mismo (1) el quid pro quo del crédito es un plan de ajuste coyuntural (esencialmente consistente en la reducción drástica del gasto público para reducir a la mayor brevedad la necesidad de financiación al margen de los mercados financieros) seguido de “reformas estructurales” que aumenten el potencial de crecimiento a medio y largo plazo del país (o para ser más precisos, se crea así lo hacen de conformidad con

---

<sup>71</sup> Robert Anderson, Latvia to receive 7.5bn € in financial aid, *Financial Times*, 19 de Diciembre de 2008, <http://www.ft.com/cms/s/0/1dae8b84-ce1c-11dd-8b30-000077b07658.html#axzz1W1jBHhfS>

<sup>72</sup> Thomas Escritt, Romania to receive €20bn of IMF-led aid, *Financial Times*, 25 de Marzo de 2009, disponible en <http://www.ft.com/cms/s/0/c1119564-1953-11de-9d34-0000779fd2ac.html#axzz1W1jBHhfS>.

<sup>73</sup> En concreto, desde la crisis financiera de 1976 del Reino Unido, que se resolvió con un crédito del Fondo Monetario Internacional. Véase Douglas Wass, *Decline to Fall*, Oxford: Oxford University Press, 2008.

el modelo de política económica que impere en ese momento en las instituciones concesionarias del crédito); (2) fraccionamiento del crédito en varios plazos, con sujeción de la realización efectiva de los sucesivos pagos a controles exhaustivos del cumplimiento de las condiciones establecidas. A ello se une (3) que tanto la condición de estos países de miembros del sistema de Tipos de Cambio II (la antesala de la entrada en la eurozona) como el número elevado de hipotecas cifradas en divisas extranjeras hacen que se descarte el uso de la devaluación como parte del cambio estructural, lo que exige que la estrategia de recuperación del crecimiento sólo pueda apoyarse en una política orientada a la deflación interna. Los economistas pronto acuñarán un nuevo término para este modelo: *expansionary austerity*.<sup>74</sup>

Tercero, la ayuda europea se concedió en aplicación del artículo 143 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, que recoge la vieja disposición del Tratado de Roma por la que se autorizaba la concesión de ayuda financiera en caso de que en un Estado Miembro sufriera dificultades o amenaza de graves dificultades en su balanza de pagos (ahora desarrollado en el Reglamento 332/2002). Sin embargo, el papel fundamental del Fondo Monetario tanto en el diseño de la ayuda financiera como en la concesión material de la misma dan cuenta del hecho de que las normas que gobiernan las ayudas no son las típicas del derecho comunitario, cuanto el imprecisamente llamado *soft law* propio y característico del Fondo Monetario Internacional. Mientras que la liberación de la ayuda se ejecuta mediante una decisión del Consejo, el contenido normativo fundamental de los planes se encuentra en los *Memoranda of Understanding* y las *Letter of Intent* que firman estado deudor y acreedores.

§57. De los tres países mencionados, Lituania sufrió una crisis más grave, al tiempo que ha optado por reformas radicales, consistentes en un draconiano proceso de deflación interna, debido en buena medida al temor a que una devaluación si bien hubiera podido restaurar la competitividad de algunos productores lituanos, hubiera causado la ruina de muchos deudores que habían contraído deudas cifradas en monedas extranjeras (y hubiera alejado quizás definitivamente el acceso a la zona euro del país báltico). Durante la subsiguiente crisis de la deuda pública de varios países miembros de la zona euro, el “modelo lituano” sirvió de modelo de referencia de las propuestas de la Comisión. Aparentemente, Lituania ha conseguido reducir drásticamente buena parte de sus desequilibrios estructurales. No sólo el déficit por cuenta corriente se ha convertido en superávit, sino que el país ha logrado aumentar sus exportaciones, y tras dos años de recesión, ha comenzado a crecer de forma en modo alguno irrelevante (en torno al 4% del PIB en 2011). Y todo ello manteniendo el férreo “anclaje” (peg del +1%) al euro. Sin embargo, dista de ser obvio ni que el éxito aparente de Lituania sea sostenible (es previsible un retorno al déficit por cuenta corriente) ni que el aumento de la exposición comercial exterior reporte beneficios palpables (han sido sobre todo las ventas a Rusia y a Suecia las que han tirado de la demanda lituana). Hungría, por su parte, ha puesto fin a la ayuda de forma anticipada. Pocos meses después de la llegada al poder del primer ministro Orban, el país centroeuropeo devolvió los préstamos y se embarcó en una política de renacionalizaciones de sectores considerados como estratégicos de la economía nacional. Al tiempo que el gobierno censuraba expresamente el modelo de

---

<sup>74</sup> Cf. por ejemplo Jaime Guajardo, Daniel Leigh y Andrea Pescator ‘Expansionary Austerity: New International Evidence’, *Working Paper 11/158 del FMI*, disponible en <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2011/wp11158.pdf>. Este trabajo, amén de dar fe del uso de la expresión, es demoledor en lo que concierne a las consecuencias económicas de este modelo de ajuste estructural.

recuperación de la UE y del FMI y eliminaba el “consejo fiscal” que había sido introducido a resultas del rescate de 2008.

### III. Segunda fase de la crisis: de Noviembre de 2009 a Junio de 2011

§58. En la segunda fase la crisis, la asfixia fiscal griega rompe las costuras de la unión monetaria y económica tal y como fuera diseñada en Maastricht y en Ámsterdam. La asfixia fiscal griega, y después irlandesa y lusa, hacen imposible tomar decisiones conformes con aquellos aspectos del marco constitucional europeo sustentados en la premisa de que la unión monetaria conseguirá eliminar las crisis fiscales. Con independencia de su acierto (y de si existían o no otras medidas alternativas más adecuadas), los rescates de Grecia, Irlanda y Portugal (y el inicio del programa de Mercado de Valores de la BCE) llevan a la eurozona más allá de los Tratados. Sin embargo, esta “mutación” constitucional no sólo no responde a las exigencias del derecho constitucional democrático, sino que tampoco parece corresponder a los imperativos funcionales de resolución de la crisis (excepción hecha de la política monetaria heterodoxa de la BCE, con independencia del juicio que la misma nos merezca desde la perspectiva de la legitimidad democrática). Es la búsqueda de espacios y pliegues jurídicos “vacíos” la que condiciona cómo se caracterizan los problemas, y qué medidas se toman para resolverlos. De ahí, en buena medida, que el problema griego, irlandés y portugués se califique como de liquidez, cuando razones poderosas para pensar desde el inicio de la crisis de la deuda público que el problema lo era de solvencia. O que la asistencia financiera se preste a través de la Facilidad Europea para la Estabilidad Financiera, constituyéndose ésta con una forma jurídica privada (la *société anonyme luxembourgeois*, típica de los *hedge funds*) pese a que su principal objeto es la gestión de dinero público, o dinero garantizado por el estado. O que la Estrategia 2020 no difiera radicalmente de la Estrategia de Lisboa, pese al antecedente del fracaso de esta última. Las costuras del derecho constitucional ceden, pero cabe dudar si de este modo se consigue resolver la crisis, o meramente retrasarla.

§59. Entre las decisiones puntuales que se adoptan destacan la prestación de asistencia financiera a Grecia, Irlanda y Portugal, así como la creación del programa para el mercado de valores de la BCE. Entre las reformas estructurales, la institucionalización (temporal) de los mecanismos de asistencia financiera en Mayo de 2010, la Estrategia 2020, pretendidamente sucesora de la Estrategia de Lisboa, la reforma de la supervisión financiera en la Unión Europea y el “gran acuerdo” de marzo de 2011 incluye el acuerdo político acerca del paquete legislativo de reforma de la gobernanza económica (§), la reforma de los Tratados y el pacto intergubernamental que confieren carácter permanente al Fondo Europeo (ahora rebautizado, quizá para aumentar la confusión terminológica, Mecanismo de Estabilidad) y el pacto por el Euro Plus.

#### 1. Decisiones Puntuales

§60. Las principales decisiones puntuales que la Unión Europea toma en este período son las concesiones de ayuda financiera a Grecia, Irlanda y Portugal, junto con la creación del programa del *mercado de valores* de la BCE, a través del cual la Banca compra deuda pública en los mercados secundarios.

##### A) La asistencia financiera a Grecia

§61. Desde el inicio de 2008, y con virulencia desde la caída de Lehman Brothers en septiembre de ese año, hay claros indicios de que la situación fiscal de los países periféricos de la eurozona, y muy especialmente de Grecia, había entrado en un ciclo de grave deterioro. El interés al que el gobierno heleno colocaba su deuda fue creciendo (aumentando el diferencial con el bono alemán a diez años, que como es bien sabido es el bono de referencia a estos efectos), así como el coste de asegurarse contra una eventual bancarrota griega.<sup>75</sup> Pese a ello, y hasta el día mismo de las elecciones generales de 4 Octubre de 2009, el gobierno griego negó repetidas veces que el déficit público griego<sup>76</sup> estuviese creciendo de forma (significativamente) más rápida de lo que era el caso en los restantes países de la eurozona. De acuerdo con las previsiones oficiales, el déficit público no superaría el 5% en 2009.<sup>77</sup>

§62. Tras los comicios del otoño de 2009 y la victoria electoral de los social-demócratas (con mayoría absoluta en la nueva cámara), Papandreu Jr. fue elegido nuevo primer ministro.<sup>78</sup> Literalmente días después de llegar al poder, el nuevo gobierno social-demócrata notificó a la comisión que el déficit en 2008 no había sido del 5%, sino del 7.7%. Y lo que era aún mucho peor, que el déficit previsto para 2009 superaría el 12%.<sup>79</sup> Papandreu dio extensa cuenta de todas las irregularidades cometidas a los líderes europeos en el Consejo Europeo de Diciembre de 2009. Y añadió, según informaciones muy fiables, una referencia al carácter intrínsecamente corrupto del sistema político griego.<sup>80</sup> El anuncio aceleró la huida de los inversores de la deuda griega, de modo y manera que los tipos de interés que el tesoro griego hubo de satisfacer en los primeros meses del 2010 para colocar las cada vez más voluminosas emisiones de deuda continuó su escalada.<sup>81</sup> Y ello pese al presupuesto restrictivo impulsado

---

<sup>75</sup> Carlo A. Favero y Alessandro Missale, 'EU Public Debt Management and Eurobonds', disponible en <http://www.europarl.europa.eu/document/activities/cont/201106/20110607ATT20897/20110607ATT20897EN.pdf>, pp. 2-6. Véase por ejemplo, 'Credit risk diverges across eurozone', *Financial Times*, 21 de Julio de 2008; <http://www.ft.com/cms/s/0/37ac304a-56bc-11dd-8686-000077b07658.html#axzz1cv42bjBt>;

'Greece to woo foreign investors', *Financial Times*, 17 de Febrero 2009, <http://www.ft.com/cms/s/0/315c109e-fd0f-11dd-a103-000077b07658.html#axzz1cv42bjBt>

No se afirma con ello ni que los mercados ni que las agencias de rating diagnosticaran de forma previa los problemas de Grecia, sino meramente que reaccionaban a las noticias que iban siendo conocidas y publicas sobre la situación de las finanzas públicas del país heleno.

<sup>76</sup> Desde que Grecia accediese a la tercera fase de la unión monetaria, el déficit público siempre superó el 3% del PIB, es decir, se situó siempre por encima del valor de referencia (véase Protocolo 12 Procedimiento Aplicable en caso de déficit excesivo, artículo 1).

<sup>77</sup> Véase Comisión Europea, Report on Greek Deficit and Debt Statistics, disponible en [http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY\\_PUBLIC/COM\\_2010\\_REPORT\\_GREEK/EN/COM\\_2010\\_REPORT\\_GREEK-EN.PDF](http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY_PUBLIC/COM_2010_REPORT_GREEK/EN/COM_2010_REPORT_GREEK-EN.PDF). Sobre el irrendentismo optimista del gobierno de Karamanlis, vale de muestra el botón que encontrará el lector en Kerin Hope, 'Economy: Structural weaknesses exposed by global crisis', *Financial Times*, 4 de Junio de 2009, disponible en [http://www.ft.com/cms/s/0/6804d332-4fe0-11de-a692-00144feabdc0.dwp\\_uuid=d1833cf2-4fe7-11de-a692-00144feabdc0.html#axzz17vyEmG1A](http://www.ft.com/cms/s/0/6804d332-4fe0-11de-a692-00144feabdc0.dwp_uuid=d1833cf2-4fe7-11de-a692-00144feabdc0.html#axzz17vyEmG1A).

<sup>78</sup> 'Greek Socialists win landslide victory', *Financial Times*, 5 de Octubre de 2009, <http://www.ft.com/cms/s/0/fcd369a-b159-11de-b06b-00144feabdc0.html>.

<sup>79</sup> Véase el documento de la Comisión ya citado y también 'A very European crisis', *The Economist*, 4 de Febrero de 2010, [http://www.economist.com/node/15452594?story\\_id=15452594](http://www.economist.com/node/15452594?story_id=15452594); 'Deficit Delinquent', *Financial Times*, 11 de Noviembre de 2009; <http://www.ft.com/cms/s/0/911b05b4-cef9-11de-8a4b-00144feabdc0.html#axzz17w1TRceZ>

<sup>80</sup> Tony Barber, 'Saving the euro: Tall ambition, flawed foundations', *Financial Times*, 11 October 2010, disponible en <http://www.ft.com/cms/s/0/643daffa-d57a-11df-8e86-00144feabdc0.html>.

<sup>81</sup> El diferencial entre el bono alemán y el griego (y también el portugués) a diez años ya había experimentado un alza tras la caída de Lehman Brothers, aunque el diferencial se fue reduciendo a lo largo del segundo y tercer trimestre de 2009.



por el gobierno para el año 2010 y de los anuncios varios de reformas, incluidos nuevos esfuerzos en la lucha contra la evasión fiscal.<sup>82</sup>

§63. Desde octubre de 2009 hasta febrero de 2010, el gobierno alemán (y parapetados tras el mismo, otros gobiernos del “núcleo duro” de la zona Euro) insistió una y otra vez sobre los límites que los Tratados y la Ley Fundamental de Bonn, en los términos que según los dirigentes teutónicos había sido interpretada por el *Bundesverfassungsgericht* en Maastricht y Lisboa,<sup>83</sup> imponía a cualquier solución de la crisis griega que no fuera el ajuste presupuestario decidido e implementado por los propios griegos.<sup>84</sup> Tanto la fidelidad a los Tratados como la “constitucionalidad alemana” del Tratado de Maastricht y Ámsterdam dependían de una interpretación ortodoxa de los Tratados. La estabilidad de la que dependía la constitucionalidad alemana impedía cualquier interpretación de los principios de responsabilidad nacional por la deuda pública (y la consiguiente prohibición de la

---

<sup>82</sup> Véanse ‘A Very European Crisis’, *The Economist*, 4 de Febrero de 2010, disponible en <http://www.economist.com/node/15452594>.

<sup>83</sup> Aunque los medios de comunicación dieron cuenta de que la canciller alemana aparentemente acudía a las reuniones del Consejo equipada con copia de la Sentencia Lisboa, la decisión realmente determinante de la interpretación que Karlsruhe propone del marco constitucional de la unión monetaria y económica se encuentra en la previa Sentencia Maastricht, de 12 de Octubre de 1993, disponible en alemán en <http://www.servat.unibe.ch/dfr/bv089155.html> y en inglés en [1994] *CMLR* 57. Los párrafos determinantes son del 61 al 96. Revelador es el párrafo 96: “This modification of the democratic principle for the purpose of protecting the confidence placed in the redemption value of a currency is acceptable because it takes account of the special characteristic (tested and proven--in scientific terms as well--in the German legal system) that an independent central bank is a better guarantee of the value of the currency, and thus of a generally sound economic basis for the state's budgetary policies and for private planning and transactions in the exercise of rights of economic freedom, than state bodies, which as regards their opportunities and means for action are essentially dependent on the supply and value of the currency, and rely on the short-term consent of political forces. To that extent the placing of monetary policy on an independent footing within the sovereign jurisdiction of an independent European Central Bank (a jurisdiction not transferable to other political areas) satisfies the constitutional requirements under which a modification may be made to the principle of democracy.”

<sup>84</sup> El “giro” en la posición alemana comenzó a ser manifiesto a principios de febrero de 2010. Véase ‘Berlin looks to build Greek firewall’, *Financial Times*, 9 de febrero de 2010, disponible en <http://www.ft.com/cms/s/0/83de2cae-15a9-11df-ad7e-00144feab49a.html#axzz1cv42bjBt>. La presión sobre el gobierno alemán. Axel Weber, entonces Presidente de la Bundesbank, defendió reiteradamente la interpretación ortodoxa de Tratados y derecho constitucional alemán. Véase ‘Bundesbank labels plan a damaging distraction’, *Financial Times*, 10 de Marzo de 2010, disponible en <http://www.ft.com/cms/s/0/3691d2aa-2be5-11df-8033-00144feabdc0.html#axzz1cv42bjBt>. Los sondeos de opinión reflejaban el rechazo claro y neto del electorado alemán al rescate. Véase ‘Germans hostile to Athens bail-out’, *Financial Times*, 22 de Marzo de 2010, <http://www.ft.com/cms/s/0/fe887046-3551-11df-9cfb-00144feabdc0.html#axzz1cv42bjBt>. En esas condiciones, el margen de maniobra política de los miembros del gobierno alemán (y en especial el ordo-liberal Schäuble) que apoyaban la resolución de la crisis a través de la simultánea creación de un Fondo Monetario Europeo y el endurecimiento de los procedimientos de vigilancia y sanción del Pacto de Estabilidad y Crecimiento era reducido. De ahí el funambulismo de Schäuble entre febrero y mayo. Véase por ejemplo su ‘Why Europe’s monetary union faces its biggest crisis’, *Financial Times*, 11 de Marzo de 2010, disponible en <http://www.ft.com/cms/s/0/2a205b88-2d41-11df-9c5b-00144feabdc0.html#axzz1cv42bjBt>. Y la tendencia continua de los líderes alemanes a dar una de cal y otra de arena. Sobre el rechazo alemán a cualquier forma de ayuda en esa fecha, véase por ejemplo Ian Traynor, ‘Angela Merkel dashes Greek hopes of rescue bid’, *The Guardian*, 11 de Febrero de 2010, <http://www.guardian.co.uk/theguardian/2010/feb/11/germany-greece-merkel-bailout-euro>; ‘Let the Greeks Ruin Themselves’, *The Economist*, 18 de Febrero de 2010, <http://www.economist.com/node/15549449>.

“mutualización” de la misma) y del veto de compra de deuda pública por parte de los bancos centrales y de los empréstitos impuestos forzosamente a bancos y particulares (§15-16) distinta de la más restrictiva posible. Por tanto, los artículos 123 y 125 del TFUE implicaban que la única solución posible era que Grecia adoptase draconianos recortes del gasto público de modo que estabilizara sus cuentas públicas, o el Estado griego se declarase en quiebra. En este último caso, y pese a algún informe en sentido negativo del Banco Central Europeo,<sup>85</sup> el sobreentendido era que Grecia debería abandonar la unión monetaria.

§64. La incertidumbre acerca de la ayuda que Grecia podía esperar de sus socios comunitarios sólo agravó la posición de Grecia. Tras meses de demora, la primera declaración en apoyo del país helénico en Febrero de 2010 fue vaga.<sup>86</sup> Ello unido a la ausencia de cambios fiscales inmediatos redujeron la demanda de bonos griegos.<sup>87</sup> En los últimos días de febrero y primeros de marzo de 2010, el Estado griego estaba asfixiado financieramente. El anuncio de una inmediata subida del IVA y los impuestos especiales, y de un drástico recorte de los sueldos de los empleados públicos<sup>88</sup> “reabrió” los mercados a la deuda pública helena, pero tan sólo durante unos días. Las medidas de austeridad sólo podían acelerar la espiral descendente de la economía griega. Dado el tamaño de la deuda pública del país heleno, superior al 120% del PIB (126.8% al cierre de 2009), cada paso en la dirección de la *austeridad* no podía sino agravar el peso de la montaña de deuda. De ahí que en los días anteriores al Consejo Europeo de la zona euro del 25 de Marzo, Grecia amenazara con acudir unilateralmente al FMI.<sup>89</sup> La progresiva degradación financiera del país helénico, y la creciente comprensión de que la bancarrota tendría severas consecuencias no sólo (y quizá no principalmente) para el deudor, el Estado griego, sino para los acreedores (directa o indirectamente entidades financieras alemanas, holandesas y francesas) llevó a que el cambio de postura alemana visible desde febrero se consolidase. Y que una declaración más contundente siguiera al citado Consejo Europeo de 25 de Marzo.<sup>90</sup>

---

<sup>85</sup> P. Athanassiou, ‘Withdrawal and expulsion from the EU and EMU. Some reflections’, Working Paper, 10/Diciembre 2009, disponible en <http://www.ecb.int/pub/pdf/scplps/ecblwp10.pdf>.

<sup>86</sup> Declaración de los Jefes de Estado o de Gobierno de la Unión Europea, Consejo Informal de 11 de Febrero de 2010, disponible en

[http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms\\_data/docs/pressdata/es/ec/115275.pdf](http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/es/ec/115275.pdf): “Los Estados miembros de la zona del euro actuarán de forma resuelta y coordinada, si es necesario, a fin de preservar la estabilidad financiera de la zona del euro en su conjunto. El Gobierno griego no ha solicitado apoyo financiero alguno.”

<sup>87</sup> ‘Now Comes the Pain’, *The Economist*, 4 de Marzo de 2010, disponible en <http://www.economist.com/node/15612439/print>.

<sup>88</sup> Ibid.

<sup>89</sup> ‘Sound and Fury’, *The Economist*, 25 de Marzo de 2010, disponible en <http://www.economist.com/node/15772850/print>.

<sup>90</sup> ‘Declaración de los Jefes de Estado y de Gobierno de la zona euro’, 25 de Marzo de 2010, [http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms\\_data/docs/pressdata/es/ec/113578.pdf](http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/es/ec/113578.pdf): “los Estados miembros de la zona del euro reafirman su voluntad de actuar de manera resuelta y coordinada, si fuera necesario, para salvaguardar la estabilidad financiera en la zona del euro en su conjunto, como se decidió el 11 de febrero. Como parte de un conjunto de medidas que comprende una financiación sustancial procedente del Fondo Monetario Internacional y una financiación mayoritaria europea, los Estados miembros de la zona del euro están dispuestos a contribuir a préstamos coordinados bilaterales. Este mecanismo, que complementará la financiación del Fondo Monetario Internacional, debe considerarse un último argumento, lo que significa en particular que la financiación del mercado es insuficiente. Todo desembolso con cargo a los préstamos bilaterales sería decidido por unanimidad por los Estados miembros de la zona del euro, estaría supeditado a una condicionalidad estricta y se

§65. La decisión política de comenzar la negociación de la ayuda a Grecia se tomó el 11 de Abril,<sup>91</sup> y la solicitud formal de ayuda fue enviada el 23 de Abril. El acuerdo entre Grecia, Comisión (en representación de los estados de la zona euro) y FMI sobre los términos de la ayuda se produjo el 2 de Mayo y quedó reflejado en un “Memorandum of Understanding” y un “Memorandum of Economic and Fiscal Policies.”<sup>92</sup> El 6 de Mayo la Banca Central decidió aceptar temporalmente como garantía deuda griega incluso si su solvencia había sido puesta en cuestión.<sup>93</sup> El 8 de Mayo el Consejo aprobó mediante una decisión en el marco del procedimiento de déficit excesivo las principales condiciones que se imponían a Grecia en contraprestación a la asistencia financiera.<sup>94</sup>

§66. El resultado de este complejo juego de equilibrios fue una decisión compleja, idiosincrática y marcadamente híbrida. Al tiempo que el gobierno alemán aceptó la concesión de ayuda financiera a Grecia, la interpretación que el gobierno alemán venía defendiendo del marco constitucional europeo (de los Tratados a la luz de la concepción de la constitución alemana que el propio gobierno defendía) determinó tanto el diagnóstico del problema como la forma jurídica y el contenido sustantivo de la solución. La asfixia financiera griega se definió como un problema de liquidez, no de solvencia. Por ello, la solución consistió en ofrecer ayuda financiera a Grecia por un tiempo (dos años y medio) y una cantidad (110.000 millones de euros, 80.000 millones procedentes de la Unión Europea y 30.000 al FMI) correspondientes a lo que se consideraba Grecia precisaría para volver a tener liquidez si aplicaba el programa de reformas estructurales al que se condicionaba la ayuda (y que se estimaba reduciría drásticamente el déficit al tiempo que permitiría que el país heleno retornase a la senda del crecimiento; cumplidas estas dos circunstancias, Grecia podría volver a obtener créditos a tipos de interés sostenibles en los mercados financieros), más la cantidad necesaria para asegurar la liquidez de las entidades financieras griegas, lastradas por las dudas

---

basaría en una evaluación efectuada por la Comisión Europea y el Banco Central Europeo. Esperamos que los Estados miembros de la zona del euro participen sobre la base de sus respectivas claves de suscripción de capital del Banco Central Europeo.” Véase también ‘Smoke and Mirrors’, *The Economist*, 31 de Marzo de 2010, disponible en <http://www.economist.com/node/15829886/print>.

<sup>91</sup> ‘Statement on the support to Greece by Euro area Members States’, 11 de Abril de 2010, disponible en [http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms\\_data/docs/pressdata/en/ec/113686.pdf](http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ec/113686.pdf): “Following the statement by the Heads of State and Government of the Euro area on 25 March, Euro area Members States have agreed upon the terms of the financial support that will be given to Greece, when needed, to safeguard financial stability in the Euro area as a whole. Euro area Members States are ready to provide financing via bilateral loans centrally pooled by the European Commission as part of a package including International Monetary Fund financing”

<sup>92</sup> Disponibles ambos como anejos a la publicación de obligada consulta ‘The Economic Adjustment Programme for Greece’, European Economy, Occasional Papers 61, Luxembourg: Office of Publications, available at [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/occasional\\_paper/2010/pdf/ocp61\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/occasional_paper/2010/pdf/ocp61_en.pdf).

<sup>93</sup> Decisión del Banco Central Europeo de 6 de Mayo de 2010 sobre medidas temporales relativas a la admisibilidad de los instrumentos de renta fija negociables emitidos o garantizados por el Estado griego, DOCE L 117, de 11 de Mayo de 2010, pp. 102-103, disponible en [http://www.ecb.int/ecb/legal/pdf/1\\_11720100511es01020103.pdf](http://www.ecb.int/ecb/legal/pdf/1_11720100511es01020103.pdf).

<sup>94</sup> ‘Decisión del Consejo de 8 de junio de 2010 dirigida a Grecia, con objeto de reforzar y profundizar la supervisión presupuestaria y de formular una advertencia a Grecia a fin de que adopte las medidas para la reducción del déficit, considerada necesaria para poner remedio a la situación de déficit excesivo’, DOCE L 145, de 11 de Junio de 2010, pp. 6-10, disponible en <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2010:145:0006:0011:ES:PDF>.

acerca de la solvencia de su soberano. De este modo se aplicaba en buena medida el modelo tradicional del FMI, que había sido, como se indicó (§50ss) el empleado en los programas de asistencia financiera en Hungría, Lituania y Rumanía. A todo ello se le dio un peculiar ropaje jurídico. La prohibición de mutualización de las deudas públicas se pretendió sortear mediante un triple movimiento. En primer lugar, y en contra de lo sostenido durante buena parte del invierno, se hizo partícipe al FMI del programa. En segundo lugar, no hubo participación directa de la Unión Europea, sino tan sólo indirecta de Comisión y Banco Central, en tanto en cuanto que los créditos eran formalmente bilaterales. De esta manera, la asistencia financiera era “intergubernamental” bajo el paraguas del FMI, y por lo tanto, no sujeta a las restricciones que los Tratados había de concluirse imponían a la luz del marco constitucional nacional (esencialmente, alemán). Se eludía *pro forma* la prohibición de la asistencia financiera a un Estado Miembro por parte de la Unión. En tercer lugar, los préstamos se concedieron a un tipo de interés en modo alguno preferente (incluso hubo quién afirmó que era punitivo), en torno a 1.5% más alto que el pagado por la propia Grecia por la parte del préstamo concedida por el FMI, o por Hungría, Lituania y Rumanía al Fondo comunitario de la Balanza de Pagos. Tal tasa de interés era pese a ello inferior a las que los mercados financieros exigían a Grecia en mayo de 2010. Pero no se trataba pues ni de subvenciones ni de préstamos *de favor* (o concesionales, en la jerga financiera), sino que los *acreedores* obtendrían un beneficio (suponiendo que Grecia alguna vez devolviese el dinero). De esta forma parecía que se eludían las prohibiciones contenidas en el artículo 125 TFUE (aunque el mismo no fuera directamente aplicable, en tanto que los préstamos eran préstamos bilaterales de estado a estado, y la Comisión se limitaba a coordinarlos). El complejo marco jurídico se escribía en las fuentes de derecho propias del FMI (memorando de entendimiento, carta de intenciones), y quedaba sujeto a las formas de supervisión y vigilancia propias del FMI, en forma de inspecciones trimestrales que condicionaban la entrega de los correspondientes tramos en los que se dividía la ayuda. El gobierno heleno se comprometió a nuevos recortes, nuevas subidas de impuestos, y nuevas medidas de “liberalización” de la economía y de privatización de bienes y servicios públicos. El plan preveía una drástica y severa contracción del PIB (casi un 7% en dos años), y un retorno a la senda de crecimiento sostenible sólo a partir de 2012.

#### B) Asistencia financiera a Irlanda y Portugal

§67. La cordada bilateral a Grecia no fue la medida excepcional y aislada que los dirigentes europeos esperaban. La dinámica estructural de los restantes países periféricos de la zona euro, unida a la prolongación de la incertidumbre sobre Grecia forzaron la mano de los dirigentes europeos. Horas después de haber cerrado el programa de asistencia financiera al país heleno, dieron un paso más en la trascendencia del marco de los Tratados y procedieron a institucionalizar un mecanismo supranacional de asistencia financiera (el Mecanismo) y (temporalmente) un Fondo de estabilidad europeo (el Fondo). Los detalles formales y sustantivos de ese fondo son objeto de consideración en otros apartados de esta sección (§70ss). Ahora es pertinente indicar que bajo ese marco normativo, sustantivamente no muy diferente del marco jurídico definido por el alambicado conjunto de préstamos bilaterales amalgamados por la Comisión, no tardaron en acordarse dos nuevos programas de asistencia financiera; el primero con Irlanda, el segundo con Portugal.

§68. Tanto la secuencia de acontecimientos que llevan a la ayuda financiera, como las características de la misma, son bastante semejantes con la griega y entre sí. Como ya se indicó Irlanda extendió una garantía global a sus entidades financieras días después de la caída de Lehman Brothers (\$). El gobierno irlandés fue pionero en la introducción de planes de ajuste y de recorte, y sentó un claro precedente al optar por reducciones sustanciales en la remuneración de los empleados públicos.<sup>95</sup> Pero tales medidas sólo crearon la apariencia de que las cuentas públicas podrían sanearse. Las responsabilidades contingentes asumidas a través del rescate al sector bancario acabarían asfixiando al país celta. Tras conocerse a finales de septiembre nuevos datos acerca del tamaño de tales responsabilidades contingentes, la solvencia del estado irlandés quedó en entredicho.<sup>96</sup>

Pese a que los bancos irlandeses habían superado holgadamente los primeros tests de resistencia organizados por la Autoridad de Supervisión Bancaria Europea, la verdadera dimensión del agujero hizo que la previsión de déficit irlandés para 2010 se desbocara (¡hasta rozar un tercio del PIB!) y con ella se pusiera seriamente en duda la solvencia del estado irlandés. Aunque Irlanda tenía el nivel de deuda pública más bajo de toda la zona euro antes del inicio de la crisis, la garantía a las entidades financieras amenazaba ahora con hacer que la deuda se situara a niveles próximos a la italiana.<sup>97</sup> Bajo la fuerte presión ejercida por la Banca Central y la Comisión Europea,<sup>98</sup> el Gobierno Irlandés solicitó ayuda financiera de sus socios comunitarios el 21 de Noviembre de 2011. El Consejo aprobó el día 21 la concesión de 45.000 millones de un programa por un total de 85.000 millones<sup>99</sup>, para ser luego concretada

---

<sup>95</sup> ‘Dublin to cut public sector pay’, *Financial Times*, 4 de Febrero de 2009, <http://www.ft.com/cms/s/0/92d3b684-f250-11dd-9678-0000779fd2ac.html#axzz1cv42bjBt>. ‘Dire land’, *Financial Times*, 31 de Agosto de 2009.

<sup>96</sup> El Estado Irlandés asumió en el 2008 responsabilidades contingentes por 400 millones de euros. Inicialmente se afirmó que las garantías no implicaban responsabilidades concretas, sino meramente hipotéticas. A finales de Septiembre de 2010, el coste se cifraba ya en 50.000 millones de euros David Oakley, ‘Irish face bill of €50bn for bank rescue’, 30 de Septiembre de 2010 en <http://www.ft.com/cms/s/0/d8578e16-cc69-11df-a6c7-00144feab49a.html#axzz17elXgCUS>) Según un articulista de Reuters que escribía el 17 de Noviembre de 2010, <http://blogs.reuters.com/columns/2010/11/17/irish-bank-rescue-could-cost-over-100-bln-euros/>. Matt Cooper, escribiendo en el Times de Londres, (“Bankers must pay full price for rescue”, *The Times*, 22 de Noviembre de 2010, <http://www.timesonline.co.uk/tol/news/world/ireland/article6926806.ece>) sostiene que esas estimaciones son todavía demasiado optimistas, porque los acreedores en un 60% de los créditos garantizados por el Estado son en el momento presente morosos.

<sup>97</sup> Eurostat prevé que en 2012 la deuda irlandesa (125% del PIB) supere a la italiana (121.4%).

<sup>98</sup> ‘Ireland resists calls to seek EU financial aid’, *Guardian* 14 November 2011, disponible en <http://www.guardian.co.uk/business/2010/nov/14/ireland-european-debt-crisis>. Dan O’Brien, Ireland was forced by ECB to take bailout, says Lenihan, *Irish Times*, 23 April 2011, disponible en <http://www.irishtimes.com/newspaper/frontpage/2011/0423/1224295312306.html>. También el documental radiofónico de la BBC, editado por el citado O’Brien, ‘Bailout Boys go to Dublin’, BBC 4, <http://www.bbc.co.uk/programmes/b010mryv> y <http://www.youtube.com/watch?v=AAj7Sob3cxg>.

<sup>99</sup> ‘La UE aprueba el rescate a Irlanda formalmente’, *El País*, 7 de Diciembre de 2010 y Ministers sign off on €85bn Ireland deal, *Financial Times*, 28 de Noviembre de 2010. De los 85.000 millones, 45.000 millones son de financiación europea, 22.500 son financiados por el FMI (alrededor de una cuarta parte de esa cantidad correspondiente a préstamos bilaterales de Reino Unido, Suecia y Dinamarca) y 17.500 son financiados por el fondo irlandés del sistema de pensiones. A ello se une que los Estados de la eurozona hubieron de asumir los más de 800 millones de euros que Irlanda se había comprometido a asumir del rescate griego y aún no había garantizado. Véase ‘The extra cost of the Irish bailout’, *Brussels Blog Financial Times*, 30 de Noviembre de 2010, disponible en <http://blogs.ft.com/brusselsblog/2010/11/the-extra-cost-of-the-irish-bailout/#axzz1cv5xHeqc>

en el memorando de entendimiento de 28 de Noviembre de 2011.<sup>100</sup> De esa ayuda, 35.000 millones están destinados al saneamiento del sector financiero irlandés.

§69. Desde el inicio de la crisis financiera en 2007, los mercados financieros habían exigido tipos de intereses crecientes para la adquisición de deuda portuguesa. Lastrado por un crecimiento anémico en la última década y por una deuda pública holgadamente superior al valor de referencia del 60% (81.3% del PIB al final de 2010), Portugal experimentó serias dificultades fiscales desde el inicio de la crisis de la deuda pública.<sup>101</sup> El gobierno minoritario de Sócrates logró la mayoría suficiente para aplicar varios planes de ajuste.<sup>102</sup> La acumulación de vencimientos de deuda en la primavera de 2011 forzó al gobierno a proponer un nuevo plan de ajuste.<sup>103</sup> Al perder la votación en el Parlamento, el ejecutivo presentó su dimisión y convocó elecciones generales. Aunque la intención inicial era la de posponer la solicitud y negociación de la asistencia financiera hasta la elección de un nuevo gobierno, la presión de los mercados<sup>104</sup> (y del Banco Central Europeo)<sup>105</sup> forzó a Sócrates en su condición de primer ministro en funciones a solicitar asistencia financiera a la Unión el 6 de abril.<sup>106</sup> La Comisión

---

<sup>100</sup> Decisión del Consejo de 7 de Diciembre de 2010, sobre la concesión por la Unión de ayuda financiera a Irlanda, DOCE L 30, de 4 de Febrero de 2011, pp. 34-39. [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/articles/eu\\_economic\\_situation/pdf/2010-12-07-council\\_imp\\_decision\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/articles/eu_economic_situation/pdf/2010-12-07-council_imp_decision_en.pdf) y Decisión de Ejecución del Consejo de 30 de mayo de 2011 por la que se modifica la Decisión de Ejecución 2011/77/UE sobre la concesión por la Unión de ayuda financiera a Irlanda, DOCE L 147, de 2 de Junio de 2011, pp. 17-19, disponible en <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2011:147:0017:0019:ES:PDF>. Memorandum of Economic and Financial Policies, disponible en [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/articles/eu\\_economic\\_situation/pdf/2010-12-07-mefp\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/articles/eu_economic_situation/pdf/2010-12-07-mefp_en.pdf); Technical Memorandum of Understanding, [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/articles/eu\\_economic\\_situation/pdf/2010-12-07-technical\\_memorandum\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/articles/eu_economic_situation/pdf/2010-12-07-technical_memorandum_en.pdf); Memorandum of Understanding on Specific Economic Conditionality, [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/articles/eu\\_economic\\_situation/pdf/2010-12-07-mou\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/articles/eu_economic_situation/pdf/2010-12-07-mou_en.pdf). First review in <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2011/cr11109.pdf>.

<sup>101</sup> Véanse por ejemplo 'Portugal', Country Report del Economist Intelligence Unit, Octubre de 2008, disponible en [http://www.eiu.com/report\\_dl.asp?issue\\_id=243840609&mode=pdf](http://www.eiu.com/report_dl.asp?issue_id=243840609&mode=pdf), que todavía asume que los bancos portugueses y la economía lusa en general no se verán seriamente afectados por la crisis de las hipotecas basura y el mismo report de Octubre de 2009, [http://www.eiu.com/report\\_dl.asp?issue\\_id=944894079&mode=pdf](http://www.eiu.com/report_dl.asp?issue_id=944894079&mode=pdf), en el que ya se apunta al débil crecimiento económico como un problema fundamental del país.

<sup>102</sup> 'Portugal presents tough austerity budget', *Financial Times*, 16 de Octubre 2010, <http://www.ft.com/cms/s/0/884b0c60-d8b0-11df-8430-00144feabdc0.html#axzz1cv42bjBt>;

<sup>103</sup> 'Sócrates pays heavy price for austerity push', 23 de Marzo de 2011, disponible en <http://www.ft.com/cms/s/0/a1ecf46-5595-11e0-a00c-00144feab49a.html#axzz1cgOcV424>.

<sup>104</sup> European Central Bank 'encouraged' Portugal to seek aid, *BBC News*, 7 de Abril de 2011, disponible en <http://www.bbc.co.uk/news/business-12995377>.

<sup>105</sup> 'Portugal unveils tougher austerity measures', *Financial Times*, 11 de Marzo de 2011, <http://www.ft.com/cms/s/0/1105112e-4bd7-11e0-9705-00144feab49a.html#axzz1cv42bjBt>. 'ECB blamed for Portugal aid request', *Financial Times*, 8 de Abril de 2011, <http://www.ft.com/cms/s/0/a970dc8a-6217-11e0-8ee4-00144feab49a.html#axzz1cgOcV424>. Incluida la propia banca portuguesa: 'La banca portuguesa deja de comprar deuda pública', *El País*, 6 de Abril de 2011, disponible en [http://www.elpais.com/articulo/economia/banca/portuguesa/deja/comprar/deuda/publica/elpepieco/20110406elpepieco\\_8/Tes](http://www.elpais.com/articulo/economia/banca/portuguesa/deja/comprar/deuda/publica/elpepieco/20110406elpepieco_8/Tes)

<sup>106</sup> 'Portugal se rinde y pide el rescate financiero a sus socios europeos', *El País*, 6 de Abril de 2011, disponible en [http://www.elpais.com/articulo/economia/Portugal/rinde/pide/rescate/financiero/socios/europeos/elpeueco/20110406elpeueco\\_6/Tes](http://www.elpais.com/articulo/economia/Portugal/rinde/pide/rescate/financiero/socios/europeos/elpeueco/20110406elpeueco_6/Tes); 'Portugal admits need for EU bail-out', *Financial Times*, 6 de Abril de 2011, disponible en <http://www.ft.com/cms/s/0/e2916ace-607e-11e0-9fcb-00144feab49a.html>

Europea rechazó la posibilidad de cualquier tipo de ayuda transitoria, limitando la misma a un programa de ayuda como el griego o irlandés, pese a que la situación de interinidad dificultaba las negociaciones.<sup>107</sup> El memorando de entendimiento se firmó el 17 de Mayo,<sup>108</sup> fecha en la que el Consejo concedió la ayuda por valor de 78.000 millones de euros (de los que 12.000 millones estaban destinados específicamente al saneamiento de las entidades financieras).<sup>109</sup>

B) Compra de deuda pública a través del programa para el Mercado de Valores de la Banca Central Europea

**§70.** De forma simultánea a la decisión del Consejo Europeo y del ECOFIN del 7 al 9 de Mayo de crear estructuras institucionales capaces de prestar asistencia financiera a los estados de la eurozona que las precisasen (§70ss), la Banca Central tomó la decisión de iniciar la compra de deuda pública de los estados miembros de la eurozona en los mercados secundarios, a través del llamado *securities markets programme*.<sup>110</sup> La justificación de esta medida ineludiblemente polémica (dado que el Artículo X del TFUE prohíbe, como ya se indicó, la compra de deuda pública por la BCE y las bancas centrales nacionales) se basó en la necesidad de comprar deuda pública de aquellos estados a los que se pidieran tipos de interés elevadísimos para la adquisición de su deuda, dado que tales tipos constituían un obstáculo para la adecuada transmisión de la política monetaria de la Banca.<sup>111</sup>

---

<sup>107</sup> EU rules out interim aid for Portugal, *Financial Times*, 11 de Abril de 2011, disponible.

<sup>108</sup> Disponible en [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/eu\\_borrower/mou/2011-05-18-mou-portugal\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/eu_borrower/mou/2011-05-18-mou-portugal_en.pdf).

<sup>109</sup> De los 78.000 millones de euros, el FMI contribuyó 26.000 millones, y la Unión Europea 52.000 millones (la mitad a través del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera y la otra mitad a través del Mecanismo de Estabilidad Financiera). ‘El Eurogrupo aprueba el rescate de Portugal con 78.000 millones’, *El País*, 17 de Mayo de 2011, disponible en [http://www.elpais.com/articulo/economia/Eurogrupo/aprueba/rescate/Portugal/78000/millones/elpeico/20110517elpeico\\_2/Tes](http://www.elpais.com/articulo/economia/Eurogrupo/aprueba/rescate/Portugal/78000/millones/elpeico/20110517elpeico_2/Tes); Decisión de Ejecución del Consejo de 30 de mayo de 2011 relativa a la concesión de ayuda financiera de la Unión a Portugal, DOCE L 159, de 17 de Junio de 2011, pp.88-92, disponible en <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2011:159:0088:0092:ES:PDF>. Sobre la cantidad destinada a las entidades bancarias, véase Revealed: the Portuguese agreement, Alphaville Blog *Financial Times*, 4 de Mayo de 2011, disponible en <http://ftalphaville.ft.com/blog/2011/05/04/559201/revealed-the-portuguese-agreement/>.

<sup>110</sup> Decisión por la que se crea el programa para mercados de valores, de 14 de Mayo de 2010, disponible en [http://www.ecb.int/ecb/legal/pdf/l\\_12420100520es00080009.pdf](http://www.ecb.int/ecb/legal/pdf/l_12420100520es00080009.pdf). Véase también la nota de prensa, en <http://www.ecb.int/press/pr/date/2010/html/pr100510.en.html>: “To conduct interventions in the euro area public and private debt securities markets (Securities Markets Programme) to ensure depth and liquidity in those market segments which are dysfunctional. The objective of this programme is to address the malfunctioning of securities markets and restore an appropriate monetary policy transmission mechanism. The scope of the interventions will be determined by the Governing Council. In making this decision we have taken note of the statement of the euro area governments that they “will take all measures needed to meet [their] fiscal targets this year and the years ahead in line with excessive deficit procedures” and of the precise additional commitments taken by some euro area governments to accelerate fiscal consolidation and ensure the sustainability of their public finances. In order to sterilise the impact of the above interventions, specific operations will be conducted to re-absorb the liquidity injected through the Securities Markets Programme. This will ensure that the monetary policy stance will not be affected”

<sup>111</sup> Véase por ejemplo Lorenzo Bini Smaghi, ‘Policy rules and institutions in times of crisis’, 15 de Septiembre de 2011, disponible en <http://www.ecb.int/press/key/date/2011/html/sp110915.en.html>.

§69. Desde la publicación de la decisión hasta finales de Junio la Banca compró de forma activa deuda pública griega. Desde entonces hasta el inicio de la crisis irlandesa el volumen de deuda en el balance de la BCE se mantuvo estable. A finales de 2010, la BCE había adquirido deuda griega e irlandesa por valor de 72.000 millones (equivalente al 10% de la deuda de estos países).

## 2. Reformas Estructurales

A) La institucionalización temporal de un Fondo Monetario Europeo: el Fondo y la Facilidad de Estabilidad Financiera

§70. La lentitud con la que los países de la zona euro respondieron a la crisis griega, unida a la inestable situación financiera de los países periféricos coadyuvaron a que el diferencial de tipos de interés siguiese subiendo incluso tras el anuncio oficial del rescate griego.<sup>112</sup> El “contagio”, la “contaminación” habían llevado las deudas públicas portuguesa y española a valores cercanos a la insostenibilidad (con diferenciales respecto del bono alemán en el entorno de los 300 puntos). De ahí que literalmente una semana después del acuerdo sobre la crisis griega, los estados de la euro-zona se vieran empujados a buscar una solución más allá del acuerdo puntual de la asistencia financiera al país heleno. A institucionalizar, siquiera a regañadientes, y siquiera con la calificación de “temporal”, el modelo de ayuda ensayado con los países del este en 2009 y 2009, y aplicado a Grecia.

§71. Lo que se acordó en el segundo fin de semana de Mayo de 2010 fue crear dos estructuras institucionales, una estable (el Mecanismo de Estabilidad Financiera, que puede movilizar hasta 60.000 millones de euros) y la otra temporal (el Fondo Europeo para la Estabilidad Financiera, con una capacidad efectiva de préstamo de 440.000 millones de euros), sustento de la asistencia financiera a los países de la eurozona que se vieran afectados por dificultades financieras.

Al igual que sucediera con la “cordada” bilateral a Grecia, Mecanismo y Fondo distan de ser obviamente compatibles con el carácter exclusivamente nacional de la deuda pública y el no bail-out clause inscrito en los Tratados. La base jurídica del Mecanismo se afirma es el artículo 122.2 TFUE, que permite la concesión de asistencia financiera incluso en el interior de la eurozona a un Estado Miembro “que esté en dificultades o en serio riesgo de dificultades graves, ocasionadas por acontecimientos excepcionales que dicho Estado no pudiese controlar”.<sup>113</sup> Es pertinente indicar que este mismo artículo apunta a una catástrofe natural como caso paradigmático de asistencia financiera bajo el artículo 122.2 TFUE. La base jurídica del Fondo resulta de una nueva búsqueda del espacio constitucional vacío a

---

<sup>112</sup> ‘Acropolis now’, *The Economist*, 29 de Abril de 2010, disponible en <http://www.economist.com/node/16009099>.

<sup>113</sup> Reglamento (UE) 407/2010 del Consejo de 11 de mayo de 2010 por el que se establece un mecanismo europeo de estabilización financiera, DOCE L 118, de 12 de Mayo de 2011, pp. 1-4, disponible en <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2010:118:0001:0001:ES:PDF>. El proyecto de este reglamento se contiene en el documento 9606/2010 del Consejo (véase <http://register.consilium.europa.eu/pdf/en/10/st09/st09606.en10.pdf>), que nuestro gobierno parece haber confundido con la versión definitiva y publicada en el DOCE al elaborar el Real Decreto Ley 9/2010 de 28 de Mayo (véase BOE de 29 de Mayo de 2010, disponible en <http://www.boe.es/boe/dias/2010/05/29/pdfs/BOE-A-2010-8550.pdf>).



través de la creación de un *special purpose vehicle*. En concreto, El Estado luxemburgués crea una *societe anonyme luxembourgeoise*. Una vez constituida la sociedad, se amplía su capital de modo que pasan a formar parte de ella todos los estados de la eurozona (y algunos asociados),<sup>114</sup> y se firma un acuerdo marco entre la Facilidad y los estados de la eurozona.<sup>115</sup> Los límites impuestos por los Tratados y por el derecho constitucional nacional se pretenden eludir optando por la combinación de una forma jurídica de derecho privado luxemburgués y un acuerdo quasi-intergubernamental también bajo la forma del derecho privado. Como veremos, esa forma jurídica (que es la típica de los *hedge funds*, dicho sea de paso, y quizá no es totalmente ajena al sentido de los cambios decididos en Octubre de 2011 en la base financiera del Fondo). En ambos casos, los recursos financieros no derivan de contribuciones directas de los Estados, sino de avales y garantías a la deuda que Mecanismo y Fondo emiten en los mercados financieros.

De igual forma, la estructura de los acuerdos se sustenta en el modelo de colaboración con el FMI ya ensayado en los programas de asistencia financiera previos. Tanto el Reglamento del Mecanismo como el Acuerdo Marco del Fondo afirman expresamente esa colaboración con el FMI, y sujetan la condición de asistencia financiera a la negociación de acuerdos con el FMI y las instituciones europeas, y la sujeción de los mismos a una “condicionalidad estricta”. O lo que es lo mismo (como queda probado en el caso irlandés y portugués), la asistencia financiera se asocia al modelo de crecimiento mediante la austeridad, o lo que es lo mismo, a nuevas rondas de deflación interna.

§72. Las diferencias entre ambos mecanismos son significativas. No sólo el Mecanismo es una criatura del derecho público comunitario, sino que la responsabilidad los estados responde al modelo solidario, pues no sólo los préstamos los extiende la Comisión en nombre de la Unión, sino que de la deuda que se emite para financiar el préstamo responde el presupuesto comunitario.<sup>116</sup> Por el contrario, el Fondo es una criatura del derecho privado luxemburgués y de un idiosincrático acuerdo marco, y la responsabilidad de los estados se limita a la cuota con la que participan en el Fondo (calculada mediante referencia al capital suscrito por cada estado del BCE).<sup>117</sup> La forma “privada” conduce a la peculiar decisión de sujetar el Acuerdo y

---

<sup>114</sup> En concreto, Polonia y Suecia.

<sup>115</sup> Principales Resultados del ECOFIN Extraordinario de 9 y 10 de Mayo de 2010, disponible en [http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms\\_data/docs/pressdata/es/ecofin/114347.pdf](http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/es/ecofin/114347.pdf). Véase también el acuerdo marco del Fondo Europeo para la Estabilidad Financiera, de 7 de Junio de 2010, disponible en <http://www.boe.es/boe/dias/2011/07/11/pdfs/BOE-A-2011-11824.pdf>. Los estatutos del *special purpose vehicle* se pueden encontrar en [http://www.efsf.europa.eu/attachments/efsf\\_articles\\_of\\_incorporation\\_en.pdf](http://www.efsf.europa.eu/attachments/efsf_articles_of_incorporation_en.pdf).

<sup>116</sup> Lo que fue saludado por Jürgen Habermas como un paso decisivo en el proceso de integración europea. Véase ‘En el euro se decide el futuro de Europa’, *El País*, 23 de Mayo de 2010, disponible en [http://www.elpais.com/articulo/internacional/euro/decide/destino/UE/elpepiint/20100523elpepiint\\_2/Tes](http://www.elpais.com/articulo/internacional/euro/decide/destino/UE/elpepiint/20100523elpepiint_2/Tes). El entusiasmo habermasiano parece haberse tornado desencanto. Véase ‘Rendons l’Europe plus democratique’ *Le Monde*, 25 de Octubre de 2011, disponible en [http://www.lemonde.fr/idees/article/2011/10/25/rendons-l-europe-plus-democratique\\_1593497\\_3232.html](http://www.lemonde.fr/idees/article/2011/10/25/rendons-l-europe-plus-democratique_1593497_3232.html)

<sup>117</sup> El mecanismo de responsabilidad es más complicado, en realidad. Porque la presión francesa a favor de la responsabilidad conjunta resultó en una responsabilidad individual estatal “corregida” (y de ahí la diferencia entre el capital del Fondo y su capacidad efectiva de préstamo), al tiempo que se dejó la puerta abierta a solicitar garantías específicas a los deudores (lo que generó la idiosincrática pretensión finlandesa en relación con la asistencia a Portugal).

las obligaciones no contractuales que surjan del mismo al derecho inglés (i) y las disputas entre el Fondo y los estados miembros a la jurisdicción de los tribunales luxemburgueses.<sup>118</sup>

## B) La Estrategia 2020

§73. Tras el fracaso (el original y el posterior al cambio de rumbo decidido en 2005 tras el informe Kok) de la llamada estrategia de Lisboa en tanto que marco de aproximación de la política macroeconómica de los Estados Miembros, el Consejo Europeo optó por una reelaboración del modelo, cuyo resultado es la llamada Estrategia 2020.

§74. La principal diferencia entre la Estrategia de Lisboa y la Estrategia 2020 parece radicar en el carácter más austero de los objetivos (caída en el olvido queda la ambición de convertirse en la economía más competitiva a la par que equitativa del mundo de la Unión) y el número reducido de los mismos. Amén de las referencias pías y generales a la consecución de altos niveles de empleo, mejoras en la productividad y aumento de la cohesión social, de modo que la economía europea sea simultáneamente inteligente, sostenible e inclusiva, la Estrategia 2020 fija objetivos específicos (“targets”) que han de cumplirse en el 2020. Objetivos que concretan cinco políticas que el Consejo estima “claves”: (1) que 3 de cada 4 europeos entre los 20 y los 64 años estén empleados; (2) que el gasto en innovación y desarrollo alcance el 3% del PIB (sumando inversión pública y privada); (3) que el fracaso escolar no supere el 10%, y que un 40% de los que tienen entre 30 y 34 años hayan terminado estudios terciarios (grado universitario); (4) que se reduzca en 20 millones el número de personas en riesgo de exclusión social; (5) que las emisiones invernadero sean un 20% inferiores a las de 1990, que el 20% de la energía consumida proceda de fuentes renovables, y que aumente un 20% la eficiencia energética.<sup>119</sup>

§75. La Estrategia 2020 es como su antecedente un conjunto de “métodos abiertos de coordinación” en materia de empleo, educación, política social, política industrial y política energética, con la novedad, más aparente que real, de que los mismos se estructuran en torno a las llamadas “iniciativas emblemáticas” (anodina traducción de la jerga europea, naturalmente en inglés, “flagship initiatives”). La continuidad entre ambos procesos se pone de relieve en la persistente asunción de que los objetivos que aquí se señalan, así como los medios que se apuntan (“flexicurity”, “competitiveness proofing of legislation”, “agenda for new skills and jobs”) son lo suficientemente neutrales como para permitir una discusión despolitizada de los mismos, en la que sea posible intercambiar experiencias técnico-administrativas.

§76. La Comisión propone, no obstante, un cambio procedimental importante (que sin aparente atisbo de ironía refiere como la necesidad de una “gobernanza más fuerte”), consistente en la integración de los métodos abiertos de coordinación en el debate económico general que deberá estructurarse en torno al Semestre Europeo. A tal efecto, se hace referencia a la necesidad de incluir (cuando no fundir) los objetivos de la Estrategia en las grandes orientaciones de política económica general, al tiempo que los instrumentos

---

<sup>118</sup> Artículos 16(1) y 16 (2) del Acuerdo Marco.

<sup>119</sup> Tan loables fines se describen en la Comunicación de la Comisión que constituye el documento “maestro” de la Estrategia: Una estrategia para un crecimiento inteligente, sostenible e integrador, de 3 de Marzo de 2010, disponible en <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2010:2020:FIN:ES:PDF>.

nacionales (los planes nacionales de reformas) se presentan de forma simultánea y coordinada con los planes de estabilidad y convergencia. La Comisión espera que de ello resulte una alta imbricación de los objetivos nacionales de la Estrategia 2020 en la política económica general de la Unión y de cada uno de sus Estados Miembros. Como ello pueda ser compatible con el mantenimiento de una estructura de gobernanza formalmente despolitizada es algo que la Comisión no se plantea.

§77. Dada la “fusión” procedimental que acaba de referirse, y a la vista del desarrollo de un pilar macroeconómico más completo de la “gobernanza económica” en torno a la vigilancia de los desequilibrios macroeconómicos, no es improbable que la Estrategia 2020 acabe absorbida bien en el polo macroeconómico, bien en el presupuestario del Semestre Europeo.

#### C) Institucionalización Definitiva del Fondo Europeo para la Estabilidad Financiera

§78. Si bien hay buenas razones para concluir que tanto la cordada bilateral mediante la que se prestó asistencia financiera a Grecia como la institucionalización temporal de Mecanismo y Fondo Europeos para la Estabilidad Financiera rompían las costuras de los Tratados (§§), tales medidas se adoptaron sin introducir cambio alguno en los Tratados. Especialmente en lo concerniente al Fondo Europeo, la razón fundamental aducida en defensa de su constitucionalidad fue su carácter temporal y transitorio. Pero ese carácter temporal era más formal que sustantivo, dadas no sólo las profundas raíces estructurales de las crisis fiscales de los estados periféricos de la eurozona, sino también el hecho de que la crisis había puesto de relieve el carácter incompleto de la estructura constitucional de la unión monetaria, y muy especialmente la falta de mecanismos de resolución de las crisis fiscales. Todo ello creaba un poderoso incentivo para institucionalizar de forma definitiva el Fondo Europeo para la Estabilidad Financiera. La propia dinámica de la crisis también. Así como (y ello fue sin duda determinante) el interés del gobierno alemán en que las nuevas estructuras institucionales hubiesen sido adecuadamente “regularizadas” mediante una reforma de los Tratados antes de que el Tribunal Constitucional alemán hubiera de pronunciarse sobre la constitucionalidad de las decisiones tomadas en Mayo de 2010 (la asistencia financiera a Grecia y la creación de Mecanismo y Fondo Europeos).

§79. En tales circunstancias, y como parte del mencionado gran acuerdo de la primavera de 2011, el Consejo Europeo aprobó una reforma limitada de los Tratados, en concreto una nueva redacción al artículo 136 del TFUE.<sup>120</sup> La nueva redacción es la que sigue:

“Los Estados miembros cuya moneda es el euro podrán establecer un mecanismo de estabilidad que se activará cuando sea indispensable para salvaguardar la estabilidad de la zona del euro en su conjunto. La concesión de toda ayuda financiera necesaria con arreglo al mecanismo se supeditará a condiciones estrictas”.

De esta forma el Artículo 136 TFUE se convierte en base jurídica sobre la que constituir, mediante un acuerdo intergubernamental, el Mecanismo Europeo de Estabilidad. A partir de Junio de 2013, la función y actividades desempeñadas por el Mecanismo y el Fondo temporales creados en 2010 serán traspasadas al nuevo Mecanismo Europeo de Estabilidad.

---

<sup>120</sup> Conclusiones de la Presidencia, Consejo Europeo del 24 y 25 de Marzo de 2011, disponible en [http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms\\_data/docs/pressdata/es/ec/120310.pdf](http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/es/ec/120310.pdf), pág 21, anexo II.

A la fecha de cierre de este trabajo la reforma estaba aún pendiente de ser ratificada; como es el caso en todas las reformas de los Tratados, cada estado es libre de seguir el procedimiento interno establecido en su propio derecho constitucional.

#### D) Pacto por el Euro Plus

§80. En el proceso de negociación de las reformas estructurales de la constitución económica y fiscal de la Unión Europea, el gobierno alemán condicionó su acuerdo a la creación de un fondo de ayuda financiera permanente a que los estados del euro adoptarán una norma semejante a la contenida desde 2009 en los artículos 109.3 y 109b) de la Constitución Alemana y que limita el nivel de endeudamiento del estado, al tiempo que establece mecanismos de vigilancia y control presupuestarios<sup>121</sup> y a reformas estructurales que condujeran (al menos de acuerdo con una determinada teoría económica) a mejorar la “competitividad” de todos los Estados Miembros. El proyecto inicial se denominó “Pacto por la competitividad”, pero finalmente recibió el nombre, quizá más propia de la mercadotecnia de los supermercados *discount*, de Pacto por el Euro Plus.<sup>122</sup>

§81. De forma simultánea y paralela a la reforma legislativa, los gobiernos de la eurozona (así como algunos estados que se han adherido voluntariamente) han suscrito el denominado “Pacto por el Euro plus”, denominación que pretende manifestar que tal declaración política contiene compromisos mutuos que van más allá de los exigible jurídicamente de conformidad con la constitución económica y fiscal de la Unión.<sup>123</sup> El solapamiento cuando no la repetición entre las propuestas legislativas y el Euro Plus (en lo que concierne muy especialmente a la sostenibilidad de las finanzas públicas y a la estabilidad del sistema financiero, véase §§105ss) hará innecesariamente complejo determinar qué obligaciones deriven del *hard law* del derecho comunitario y cuáles del *soft law* del Pacto por el Euro Plus.

§82. Por lo que se refiere al contenido sustantivo del Euro Plus, el mismo se estructura en cuatro objetivos prioritarios (fomento de la competitividad, del empleo, de la sostenibilidad de las finanzas públicas y de la estabilidad del sistema financiero). A ello se añade, de forma peculiar (sin mención a él en el texto introductorio, y tras haber anunciado que los objetivos eran cuatro) un quinto propósito (la coordinación de la tributación directa, y muy especialmente, del Impuesto de Sociedades), redactado en términos tan vagos que en relación con el mismo el Pacto parece ser esencialmente la mera expresión de pías intenciones.

---

<sup>121</sup> Sobre el carácter pernicioso del freno a la deuda, véase Wolfgang Münchau, ‘Berlin weaves a deficit hair-shirt for us all’, *Financial Times*, 21 de Junio de 2009, disponible en <http://www.ft.com/cms/s/0/4e63cb22-5e8b-11de-91ad-00144feabdc0.html#axzz1d0YvZMyD>. Sobre la reforma en castellano, véase Antonio Arroyo Gil, ‘La reforma constitucional de 2009 de las relaciones financieras entre la Federación y los Länder en la República Federal de Alemania’, 10 (2010) *REAF*, pp. 40-71, disponible en [http://www10.gencat.cat/drep/binaris/reaf10\\_Arroyo\\_tcm112-124465.pdf](http://www10.gencat.cat/drep/binaris/reaf10_Arroyo_tcm112-124465.pdf).

<sup>122</sup> El borrador inicial propuesto por Francia y Alemania puede encontrarse en [http://www.euractiv.com/sites/all/euractiv/files/BRNEDA224\\_004505.pdf](http://www.euractiv.com/sites/all/euractiv/files/BRNEDA224_004505.pdf). Sobre la denominación, véase la entrada del blog Charlemagne de *The Economist*, [http://www.economist.com/blogs/charlemagne/2011/03/pact\\_euro](http://www.economist.com/blogs/charlemagne/2011/03/pact_euro).

<sup>123</sup> Texto del pacto reproducido como anexo I a las Conclusiones del Consejo Europeo de 24 y 25 de Marzo de 2011, disponible en [http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms\\_data/docs/pressdata/es/ec/120310.pdf](http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/es/ec/120310.pdf).

§83. Cada uno de estos objetivos se precisa mediante la individuación de una serie de indicadores, y de una serie de políticas específicas que el Pacto sugiere.

Los indicadores son los siguientes: (1) por lo que concierne a la competitividad, la relación que media entre evolución de salarios y productividad, tanto para cada economía nacional en su conjunto, como para los principales sectores de la misma –prestando especial atención a la evolución de la productividad del sector exterior; ese indicador será contrastado con la cuota de mercado de las exportaciones y el déficit por cuenta corriente; (2) en lo atinente al fomento del empleo, se considerarán la tasa de ocupación así como los índices de desempleo, tanto el general, como el de larga duración como el juvenil; (3) en lo relativo a las finanzas públicas, los indicadores fundamentales corresponderán a la sostenibilidad de las prestaciones sociales, pensiones y atención sanitaria (elaborados a partir de la proyección de las políticas de gasto actuales teniendo en cuenta la evolución demográfica de cada país); (4) finalmente, del grado de estabilidad del sistema financiero se determinará mediante referencia al volumen de deuda privada, considerando de forma detallada la deuda del sector financiero, del sector no financiero y la de los hogares privados. No se hace referencia a indicador alguno en lo que concierne a la coordinación de la política tributaria (pese a que la ya larga experiencia de la Comisión en lo que concierne a competición tributaria desleal (*harmful tax competition*, §26) hubiera permitido modelar indicadores a tal efecto, incluyendo el volumen de capital que meramente transita por cada estado a efectos de reducir la carga fiscal).

§84. Las políticas “sugeridas” por el Pacto son fundamentalmente las siguientes: (1) en lo que concierne a la competitividad, se sugiere (i) reconsiderar el “nivel” al que se negocian los salarios (lo que implica reformas legislativas que hagan posible, allí donde no lo sea, la negociación descentralizada de los convenios, de modo que se tenga en cuenta la evolución de la productividad en cada empresa); (ii) que la negociación salarial en el sector público sea un ejemplo de correlación entre evolución de productividad y evolución de los salarios (lo que en la práctica implica aconsejar una notable moderación salarial en el sector público); (iii) apertura de los sectores “protegidos” a la competencia internacional (especialmente servicios profesionales y venta minorista); (iv) medidas que mejoren la productividad de los factores de producción (educación, I+D, infraestructuras); (v) reducción de la “red tape” especialmente por lo que concierne a las pequeñas y medianas empresas; (2) en lo que atañe al empleo, las políticas sugeridas son en buena medida las que han venido discutiéndose en el marco de la Estrategia de Lisboa, o sea (i) fomento de la “educación permanente” de los trabajadores; (ii) difusión de los mecanismos de “flexiseguridad”; (iii) aligeramiento de la carga fiscal que recae sobre el trabajo, trasladando esa carga al consumo (en la práctica, reducción de las cuotas patronales de seguridad social compensada por un aumento del IVA y/o impuestos especiales); (iv) aligeramiento de la carga fiscal que deriva de que ambos cónyuges trabajen, de modo y manera que se fomente la elevación de la tasa de ocupación; (3) en lo referente a la sostenibilidad de las finanzas públicas, el Pacto sugiere: (i) ajustar (es decir, retrasar) la edad de jubilación a la vista de la previsible evolución demográfica de cada Estado Miembro; (ii) inserción en la constitución o en el bloque de constitucionalidad de cada Estado Miembro de las normas presupuestarias contenidas en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, y en concreto, de normas atinentes a la limitación del nivel de déficit, de modo que vinculen no sólo al Estado central, sino a todos los niveles de gobierno público y entidades dependientes de los presupuestos generales del Estado; (4) por lo que concierne a la estabilidad del sistema financiero, amén de la referencia a las pruebas de resistencia (“stress tests”) de las entidades

bancarias que se realizan a nivel europeo, el Pacto aconseja la aprobación de legislación nacional sobre resolución bancaria. El objetivo de coordinación de la política tributaria, como va de suyo, no puede lograrse mediante el desarrollo de políticas nacionales, sino que exige, amén de un “diálogo estructurado” (cuya diferencia con el método abierto de coordinación habrán algún día de explicar los redactores del texto), la definición común de la base del Impuesto de Sociedades.

§85. A ello se añade que en el Pacto se afirma de modo expreso y tajante que el “Pacto respetará íntegramente el mercado único”,<sup>124</sup> algo que afecta, muy especialmente, al sentido de los compromisos que se adquieren en materia de imposición directa.

§86. Por lo que se refiere a la mecánica procedimental del Pacto Euro Plus, se prevé su plena integración en el Semestre Europeo, añadiendo en buena medida un “pilar” adicional al mismo. La diferencia fundamental reside en que son los Jefes de Estado y de Gobierno de los países que han suscrito el Pacto (un Consejo europeo del euro ampliado) los que fijan los objetivos comunes cada año, y sólo posteriormente interviene la Comisión con un informe, al que suceden las propuestas nacionales, insertas en los programas de modernización y de convergencia/estabilidad.

#### E) Supervisión Financiera

§87. La crisis financiera puso de relieve las serias deficiencias del sistema de supervisión financiera en la Unión Europea (y claro está, no sólo en la Unión Europea). A la insuficiente consideración de la dimensión “macro-prudencial”, o lo que es lo mismo, de una visión de conjunto (o “sistémica”) sobre la solvencia de las instituciones financieras, resultado de la fragmentación de los poderes de supervisión entre distintas instituciones o de la insuficiente consideración de los riesgos derivados de las dinámicas no de cada institución en particular, sino del mercado financiero en su conjunto, se unió en el caso europeo la fragmentación del poder de supervisión entre diversas entidades en el espacio. De este modo, las entidades transnacionales, los grandes conglomerados financieros europeos escapaban en buena medida a toda regulación efectiva. De este modo, el uso de la libre circulación de capitales y de establecimiento por parte de las instituciones financieras no sólo dio pie a una unión de transferencias opaca (*transfer union by stealth*) (§22), sino que las decisiones mediante las que se fue configurando ésta escaparon a todo control de supervisión en tanto que caían fuera del mandato de las autoridades nacionales de supervisión. Tales deficiencias fueron puestas de relieve en el informe De Larosière<sup>125</sup>, y en el sucesivo informe de la Comisión<sup>126</sup> orientado a la articulación de la agenda de reforma legislativa. Y resultaron finalmente en un paquete legislativo compuesto por cinco reglamentos y una directiva. Amén de un paquete de reformas varias de normas legislativas previas, este paquete procede a transformar los tres comités de supervisión financiera (establecidas tras la entrada en la tercera fase de la unión

---

<sup>124</sup> Página 15 del Pacto.

<sup>125</sup> Informe de 25 de febrero de 2009, disponible en [http://ec.europa.eu/internal\\_market/finances/docs/de\\_larosiere\\_report\\_es.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_es.pdf)

<sup>126</sup> ‘Supervisión Financiera Europea’, 27 de Mayo de 2009, SEC (2009) 716, disponible en ‘<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:52009DC0252:ES:NOT>

monetaria)<sup>127</sup> en tres autoridades financieras supranacionales (bancaria, de seguros y pensiones de jubilación, de mercados y valores).<sup>128</sup>

§89. Las tres nuevas autoridades sectoriales no sólo cambian de denominación, sino que ven sustancialmente aumentadas sus funciones y reforzadas sus competencias. De forma general, se asigna a cada una de ella competencias en materia de (1) desarrollo legislativo (participación en el proceso de elaboración de normas técnicas de ejecución), de (2) supervisión de las entidades financieras transfronterizas de forma directa (entidades que, por su condición de tales escapan a la adecuada regulación de las entidades nacionales, al tiempo que por su tamaño suelen plantear las mayores necesidades de supervisión), incluida la posibilidad de dirigirse a las autoridades nacionales para que resuelvan situaciones de emergencia, y de prohibir de forma permanente o temporal determinadas transacciones financieras; (3) de supervisión de los supervisores nacionales, mediante la vigilancia de la adecuada aplicación del derecho comunitario por parte de las autoridades nacionales (a tal efecto pueden dirigir recomendaciones, dictámenes y finalmente decisiones a los supervisores nacionales, en ese orden), y mediante la resolución de conflictos entre autoridades reguladoras nacionales, al tiempo que pueden dirigirse de forma conminatoria a las autoridades nacionales para que resuelvan situaciones de emergencia.

---

<sup>127</sup> Decisión de la Comisión de 6 de junio de 2001 por la que se crea el Comité de responsables europeos de reglamentación de valores(2001/527/CE), DOCE L 191, de 13 de Julio de 2001, pp. 45-46, disponible en <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2001:191:0045:0045:ES:PDF>, Decisión de la Comisión de 5 de noviembre de 2003 por la que se crea el Comité europeo de supervisores de seguros y pensiones de jubilación, DOCE L 3 de 7 de Enero de 2004, pp. 30-31, disponible en <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2004:003:0030:0031:ES:PDF>; Decisión de la Comisión de 5 de noviembre de 2003 por el que se crea el Comité de supervisores bancarios europeos, DOCE L 3 de 7 de Enero de 2004, pp. 36-37, disponible en <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2004:003:0036:0037:ES:PDF>.

<sup>128</sup> Reglamento (UE) 1093/2010 del Parlamento Europeo y del Consejo 24 de noviembre de 2010 por el que se crea una Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Bancaria Europea), se modifica la Decisión no 716/2009/CE y se deroga la Decisión 2009/78/CE de la Comisión, DOUE L 331, de 15 de Diciembre de 2010, 12-47, <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2010:331:0012:0047:ES:PDF>; Reglamento (UE) 1094/2010 del Parlamento Europeo y del Consejo de 24 de Noviembre de 2010, por el que se crea una Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación), se modifica la Decisión n.º 716/2009/CE y se deroga la Decisión 2009/79/CE de la Comisión, DOUE L 331, de 15 de Diciembre de 2010, 48-83, <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2010:331:0048:0083:ES:PDF>; Reglamento (UE) 1095/2010 del Parlamento Europeo y del Consejo de 24 de Noviembre de 2010, por el que se crea una Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Europea de Valores y Mercados), se modifica la Decisión no 716/2009/CE y se deroga la Decisión 2009/77/CE de la Comisión, DOUE L 331 de 15 de Diciembre de 2010, 84-119, <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2010:331:0084:0119:ES:PDF>; Directiva 2010/78/UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 24 de Noviembre de 2010 por la que se modifican las Directivas 98/26/CE, 2002/87/CE, 2003/6/CE, 2003/41/CE, 2003/71/CE, 2004/39/CE, 2004/109/CE, 2005/60/CE, 2006/48/CE, 2006/49/CE y 2009/65/CE en relación con las facultades de la Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Bancaria Europea), la Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación) y la Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Europea de Valores y Mercados), DOUE L 331, de 15 de Diciembre de 2010, pp. 120-61, <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2010:331:0120:0161:ES:PDF>

§90. La Autoridad Bancaria Europea tiene asignada la misión específica de realizar las denominadas “pruebas de resistencia” (*stress tests*) de las entidades bancarias, orientadas a determinar la capacidad de afrontar la evolución negativa de los mercados financieros, de deuda soberana o de evolución macroeconómica de los bancos cuya dimensión o interconexión los convierte en relevantes desde la perspectiva del sistema financiero europeo en su conjunto.<sup>129</sup>

§91. Pero quizás la decisión de mayor trascendencia sustantiva e institucional es la de crear una Junta Europea de Riesgos Sistémicos. De la Junta forman parte las tres autoridades de supervisión europeas y el Banco Central Europeo.<sup>130</sup> A su vez, la Junta constituye la cúspide del Sistema Europeo de Supervisores Financieros, una “red” de supervisión financiera de la que forman parte todos los supervisores nacionales.<sup>131</sup> A la Junta de Riesgos Sistémicos se le encarga la supervisión macro-prudencial del sistema financiero europeo, lo que se identifica específicamente con la identificación de los “riesgos sistémicos”.<sup>132</sup> Por tales se entienden los riesgos “de perturbación del sistema financiero, que puede tener repercusiones negativas graves sobre el mercado interior y la economía real”.<sup>133</sup>

§92. Las principales tareas que se asignan a la Junta en cumplimiento de esta función son la recopilación y distribución de información útil y necesaria para detectar los citados riesgos<sup>134</sup> y la emisión de avisos y recomendaciones en caso de que detecte un riesgo sistémico (graduado de acuerdo con un código cromático).<sup>135</sup> Por regla general, los destinatarios de los avisos y recomendaciones son los actores del Sistema Europeo de Riesgos Sistémicos (las Autoridades Europeas de Supervisión o las autoridades de supervisión nacionales), la Unión Europea o los Estados Miembros.<sup>136</sup> Salvo que concurran circunstancias que hagan necesario hacer los avisos de forma pública, los mismos tienen carácter confidencial (lo que es coherente con el objeto de *prevenir* los riesgos, y dada la naturaleza de los mercados financieros, el anuncio de un riesgo sistémico podría convertirse en una *self-fulfilling*

---

<sup>129</sup> Artículo 32.2 del Reglamento 1096, *supra*, fn 127.

<sup>130</sup> Reglamento (UE) 1092/2010 del Parlamento Europeo y del Consejo de 24 de Noviembre de 2010, relativo a la supervisión macroprudencial del sistema financiero en la Unión Europea y por el que se crea una Junta Europea de Riesgo Sistémico, DOUE L 331, de 15 de Diciembre de 2010, pp. 1-11, <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2010:331:0001:0011:ES:PDF>; Reglamento (UE) 1096/2010 del Consejo de 17 de Noviembre de 2010 por el que se encomienda al Banco Central Europeo una serie de tareas específicas relacionadas con el funcionamiento de la Junta Europea de Riesgo Sistémico, DOUE L 331, de 15 Diciembre 2010, pp. 162-164, <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2010:331:0162:0164:ES:PDF>.

<sup>131</sup> Artículos 1 y 3 del Reglamento 1092/2010, *supra*, fn 129.

<sup>132</sup> Ibid, artículo 3.1: “La JERS asumirá la supervisión macroprudencial del sistema financiero en la Unión a fin de contribuir a la prevención o mitigación del riesgo sistémico para la estabilidad financiera en la Unión que surge de la evolución del sistema financiero, y teniendo en cuenta la evolución macroeconómica, de modo que se eviten episodios de perturbaciones financieras generalizadas”

<sup>133</sup> Ibid, artículo 2 c.

<sup>134</sup> Ibid, artículo 15.

<sup>135</sup> Ibid, artículo 16.4. Los códigos de colores, convertidos en medio al uso de clasificación de las emergencias militares, meteorológicas, sanitarias, hospitalarias e incluso policiales, y que adquirieron su presente popularidad gracias a los guionistas de Star Trek, quizá se compadecen mal con la complejidad intrínseca al concepto de riesgo sistémico, y quizá aún más con la voluntad de operar el sistema de prevención de forma confidencial (pues el “filtrado” del color de la alerta está casi plenamente garantizado).

<sup>136</sup> Ibid, artículo 16



*prophecy*).<sup>137</sup> No hay previsión específica de qué medidas hayan de tomarse en caso de que el destinatario del aviso bien no tome medidas bien las que tome sean insuficientes, salvo la de referir ese estado de cosas al Consejo y, en su caso, a las autoridades de supervisión relevantes por razón del objeto. Salvo, obviamente, la decisión de la Junta de rendir público el aviso y las recomendaciones. Ello implica que la resolución de la crisis sistémica se deja en manos de la discrecionalidad política de Consejo Europeo y Junta de Riesgo Sistémica.

§93. Cuál sea la capacidad efectiva de las autoridades de supervisión y de la Junta Europea de Riesgos Sistémicos es algo que sólo podrá determinarse a medio plazo. Lo que sí puede afirmarse es que la idea misma de prevenir y corregir los “riesgos sistémicos” y los “riesgos financieros” implica un notable cambio de paradigma en la concepción de mercado único. La necesidad misma de supervisión macroprudencial implica asumir que de la agregación de las decisiones tomadas por las entidades financieras supervisadas microprudencialmente no se deriva necesariamente la mayor utilidad social, sino que antes al contrario, el “libre juego” de las fuerzas de mercado puede socavar la estabilidad financiera, y que por tanto habrán de tomarse medidas, restrictivas de las libertades económicas de las entidades financieras, que eviten que los riesgos sistémicos se conviertan en crisis sistémicas. Con ello no sólo se reconoce implícitamente la existencia de una tensión entre integración financiera y estabilidad financiera, sino que se asigna mayor peso abstracto a la estabilidad financiera frente a la integración financiera (y por tanto, se implica la “derrotabilidad” a priori de libre circulación de capitales y libertad de establecimiento). Ciertamente, en los preámbulos de los cinco reglamentos y de la directiva que constituyen este paquete legislativo sigue haciéndose uso de la terminología propia de la caracterización del mercado único, y especialmente el mercado financiero, como mercado que se auto-regula y se auto-estabiliza,<sup>138</sup> pero el movimiento estructural apunta en un sentido distinto (de la idea misma de “riesgos excesivos” y “riesgos sistémicos” a la afirmación explícita de que el mercado único sólo es posible si se sustenta en una adecuada supervisión y regulación,<sup>139</sup> pasando por la afirmación explícita de la lucha contra el arbitraje regulatorio.)<sup>140</sup>

---

<sup>137</sup> Ibid, artículo 16.3 (confidencialidad) y 18 (procedimiento toma de decisión de hacer pública la recomendación; en el apartado 4 se insiste en la obligación de confidencialidad salvo que se decida hacer público el aviso).

<sup>138</sup> Preámbulo del Reglamento 1096, *supra*, fn 127, párrafo 7: “unos mercados financieros *más profundos* e integrados ofrecen mejores oportunidades de financiación y diversificación de riesgos, contribuyendo así a mejorar la capacidad de las economías para resistir a las perturbaciones”. La idea de profundidad de los mercados está estrechamente asociada con la de la “liquidez” propia de mercados “completos” y es parte del universo conceptual del mercado que se auto-regula y se auto-estabiliza. Del mismo preámbulo, véase también el párrafo 13: “La Autoridad debe tener debidamente en cuenta el impacto de sus actividades en la competencia y la innovación dentro del mercado interior, en la competitividad mundial de la Unión, la inclusión financiera y en la nueva estrategia de la Unión para el empleo y el crecimiento”. Pero confróntese esta declaración de intenciones con lo que se afirma en el cuerpo del Reglamento, concretamente en su Artículo 9.4: “La Autoridad creará, como parte integrante de la Autoridad, un Comité sobre innovación en materia financiera que reúna a todas las autoridades competentes nacionales de supervisión que proceda, con vistas a alcanzar un enfoque coordinado del tratamiento en materia de regulación y de supervisión de las actividades financieras nuevas o innovadoras, y a prestar asesoramiento a la Autoridad para que lo presente al Parlamento Europeo, al Consejo y a la Comisión.” Ello no implica prevenir la innovación financiera, pero sí afirmar la necesidad de que todos los productos financieros, y especialmente los más novedosos, estén sujetos a un marco regulatorio y de supervisión.

<sup>139</sup> Preámbulo del Reglamento 1092, *supra*, fn 129, párrafo 30: “Únicamente si se establece un dispositivo que reconozca adecuadamente la interdependencia de los riesgos microprudenciales y los

#### IV. Tercera fase: desde Julio de 2011

##### 1. Decisiones Puntuales

###### A) El interminable segundo rescate de Grecia

§94. El modelo de crecimiento mediante la austeridad aplicado en Grecia desde Marzo de 2010 condujo (como era previsible) a la caída libre de la actividad económica. A la altura de junio de este año, resultaba evidente que el PIB del país helénico experimentaría un descenso muy superior al previsto en el programa de austeridad acordado con la Unión Europea y el FMI en Mayo de 2010.<sup>141</sup> El carácter draconiano de las medidas acordadas con las instituciones europeas e internacionales, unido a la insuficiente capacidad administrativa del estado griego para aplicarlas,<sup>142</sup> contribuyeron a retrasar las “reformas estructurales” y a que la economía helena entrase en una caída libre. Dada tal combinación de circunstancias, resultaba simplemente imposible que los objetivos fijados en la primavera de 2010 fueran alcanzados en los plazos fijados. Desatados los rumores acerca de las dudas que albergaban los representantes de la “troika” acerca del cumplimiento de las condiciones para el desembolso de un nuevo tramo de la asistencia financiera en Julio,<sup>143</sup> y tras sufrir una nueva rebaja de la calificación de la deuda,<sup>144</sup> el gobierno griego se vio obligado a proponer al Parlamento nuevos recortes, en los que se vislumbraba por primera vez la opción de despedir a funcionarios públicos, algo problemático a la vista de lo dispuesto en la Constitución Griega.<sup>145</sup> A cambio, Papandreou obtuvo el compromiso político de sus socios europeos de la

---

macroprudenciales podrá lograrse un grado de confianza suficiente de todos los interesados para llevar a cabo actividades financieras transfronterizas. Es preciso que la JERS controle y evalúe los riesgos que supongan para la estabilidad financiera hechos que puedan tener una incidencia sectorial o repercutir en el sistema financiero en su conjunto. Al atender a tales riesgos, la JERS contribuirá directamente a vertebrar una estructura de supervisión de la Unión integrada, necesaria para promover reacciones oportunas y coherentes entre los Estados miembros, evitando así planteamientos divergentes y mejorando el funcionamiento del mercado interior.”

<sup>140</sup> Preámbulo del Reglamento 1096, *supra*, fn 127, párrafo 11: “La Autoridad debe evitar asimismo el arbitraje regulatorio y garantizar condiciones de igualdad entre los participantes, así como reforzar la coordinación de la supervisión internacional, en beneficio del conjunto de la economía, en particular las entidades financieras y otras partes interesadas, los consumidores y los asalariados. Sus funciones deben incluir, asimismo, el fomento de la convergencia en cuestiones de supervisión y el asesoramiento de las instituciones de la Unión en materia de regulación y supervisión de bancos, pagos y dinero electrónico, así como en asuntos relacionados con la gobernanza empresarial, la auditoría y la información financiera”. Igualmente en el informe De Larosière, par. 84, 101, 105, Recomendación Décima.

<sup>141</sup> Greek GDP data dash recovery hopes, *Financial Times*, 9 de Junio de 2011, disponible en <http://www.ft.com/cms/s/0/bf05822e-92a2-11e0-96e0-00144feab49a.html#axzz1d0YvZMyD>.

<sup>142</sup> Entre otras carencias, el estado griego no cuenta con un catastro, por lo que todos los impuestos que recaen sobre la propiedad inmobiliaria se aplican a la factura de la electricidad, sea o no el titular del contrato el propietario del inmueble.

<sup>143</sup> Véase ‘Greece in turmoil: Run into the ground’, *Financial Times*, 17 de Junio de 2011, <http://www.ft.com/cms/s/0/4817d43e-990d-11e0-acd2-00144feab49a.html#axzz1d0YvZMyD>.

<sup>144</sup> ‘Grecia, altro che salvataggio, Ora le obbligazioni sono “spazzatura”’, *Il Fatto Quotidiano*, 2 de Junio de 2011, disponible en <http://www.ilfattoquotidiano.it/2011/06/02/grecia-altro-che-salvataggio-ora-le-obbligazioni-sono-%E2%80%9Cspazzatura%E2%80%9D/115541/>.

<sup>145</sup> ‘Grecia logra un nuevo balón de oxígeno a cambio de más sacrificios’, *El País*, 4 de Junio de 2011, disponible en [http://www.elpais.com/articulo/economia/Grecia/logra/nuevo/balon/oxigeno/cambio/sacrificios/elpepieco/20110604elpepieco\\_2/Tes](http://www.elpais.com/articulo/economia/Grecia/logra/nuevo/balon/oxigeno/cambio/sacrificios/elpepieco/20110604elpepieco_2/Tes). Véase Artículo 103.4 de la Constitución de Grecia: “Los funcionarios que ocupen un cargo serán inamovibles mientras el cargo exista. Gozarán del derecho de aumento de

concesión de un segundo paquete de asistencia financiera, el cual, pese a las reticencias sino oposición centra de la BCE,<sup>146</sup> vendría acompañado de una quita “voluntaria” por parte de los acreedores privados. El primer ministro griego, sin embargo, fracasó en su intento de formar un gobierno de unidad nacional,<sup>147</sup> y sólo consiguió una mayoría pírrica en las votaciones parlamentarias.<sup>148</sup> Resultaba bien visible que Papandreou había gastado todo su capital político en obtener la aprobación de este enésimo plan de austeridad. Ello aumentó la desconfianza acerca de la posibilidad de que Grecia pudiera volver a emitir deuda en los mercados financieros internacionales en 2012, como se preveía en el programa de reformas acordado en 2010. Y quedaron quedaban sin despejarse las dudas acerca de la capacidad de Grecia para superar los “controles” trimestrales de la troika en el futuro, empezando por el de septiembre. Así las cosas, las dudas acerca de la solvencia de los países periféricos de la eurozona no hicieron sino aumentar.<sup>149</sup> A mediados de Julio, la falta de confianza se extendió a Italia, y volvió por donde solía en el caso español.<sup>150</sup>

§95. Para responder a esta nueva fase aguda de la crisis, el Consejo Europeo de 21 de Julio decidió un segundo plan de asistencia financiera a Grecia (amén de cambios estructurales en el funcionamiento del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera, §104). Ese plan contenía nuevas ayudas públicas (por valor de 109.000 millones de euros), la reposición del vencimiento de los préstamos ya concedidos a Grecia en la cordada bilateral coordinada por la Comisión, así como la reducción del tipo de interés satisfecho por el país helénico (medida que se extendió a Portugal e Irlanda). Pero ese plan también incluía la “participación del sector privado” (defendida a capa y espada por el ministerio de finanzas alemán) en forma de una quita “voluntaria” de los acreedores de Grecia por un valor neto del 21% del capital invertido en obligaciones del país helénico (aunque el valor exacto resulta un tanto difícil de determinar en la medida en la que la operación se articula a través de mecanismos financieros no exentos de un alto grado de complejidad).<sup>151</sup>

---

suelo según los preceptos que la ley establezca, con excepción del caso de que abandonen el servicio por haber alcanzado la edad límite o de que sean separados en virtud de sentencia judicial. No podrán ser trasladados sin previo aviso, ni postergados o revocados sino por decisión de un consejo compuesto en sus dos tercios, como mínimo, por funcionarios inamovibles”.

<sup>146</sup> ‘Row within Europe over Greece’, *Financial Times*, 18 de Mayo de 2011, disponible en <http://www.ft.com/cms/s/0/64c62728-818b-11e0-9c83-00144feabdc0.html>; ‘Bini Smaghi: un suicidio ristrutturare i debiti’, *Il Sole 24 ore*, disponible en [http://portalecnel.it/portale%5Crassegnastampaweb.nsf/0/C12575C30045F725C125788D00249B05/\\$FILE/057-105SY8.pdf](http://portalecnel.it/portale%5Crassegnastampaweb.nsf/0/C12575C30045F725C125788D00249B05/$FILE/057-105SY8.pdf); Lorenzo Bini Smaghi, ‘Whither Europe after the Crisis’, 11 de Marzo de 2011, disponible en <http://www.ecb.int/press/key/date/2011/html/sp110311.en.html>; idem, ‘Private sector involvement: From (good) theory to (bad) practice’, 6 de Junio de 2011, disponible en <http://www.ecb.int/press/key/date/2011/html/sp110606.en.html>.

<sup>147</sup> ‘Papandreou fights to win over dissidents’, *Financial Times*, 16 de Junio de 2011, disponible en <http://www.ft.com/cms/s/0/62aa9bce-97ff-11e0-85e9-00144feab49a.html#axzz1c3Wn8RTq>.

<sup>148</sup> ‘Papandreou wins second crucial vote’, *Financial Times*, 30 de Junio de 2011, disponible en <http://www.ft.com/cms/s/0/8dbb78c8-a322-11e0-a9a4-00144feabdc0.html#axzz1c3Wn8RTq>.

<sup>149</sup> ‘Debt crisis of faith’, *Financial Times*, 6 de Julio de 2011, disponible en

<http://www.ft.com/cms/s/0/d9cd3e44-a800-11e0-afc2-00144feabdc0.html#axzz1c3Wn8RTq>

<sup>150</sup> ‘Preserving Italy’s fiscal credibility’, *Financial Times*, 14 de Julio de 2011, disponible en <http://www.ft.com/cms/s/0/2347971a-ae62-11e0-844e-00144feabdc0.html#axzz1d0YvZMyD>; ‘On the Edge’, *Economist*, 14 de Julio de 2011, <http://www.economist.com/node/18958397>.

<sup>151</sup> ‘Declaración de los Jefes de Estado o de Gobierno de la Zona del Euro y de las Instituciones de la UE’, 21 de Julio de 2011, disponible en [http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms\\_data/docs/pressdata/es/ec/123986.pdf](http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/es/ec/123986.pdf). Sobre la peculiar

§96. El acuerdo de Julio tuvo un efecto estabilizador muy limitado. La ampliación del programa de mercado de valores del BCE (§§97ss), al extenderse ahora a la adquisición de deuda italiana y española, redujo las tensiones en los mercados de la deuda, pero sólo temporalmente. Llegado septiembre se inició un nuevo ciclo de empeoramiento de las perspectivas económicas, tensiones en los mercados, guiños de la troika acerca del incumplimiento del programa por parte de las autoridades griegas y cacofonía de voces acerca de las medidas pertinentes, las premisas en las que se sustentaba el acuerdo de Julio quedaron superadas por los hechos. Ello condujo a que antes de que se hubiese concretado el segundo rescate griego, el mismo fuera radicalmente alterado y nuevos términos acordados el 21 de Octubre de 2011. De una quita por un valor nominal de un 21% se pasó a una quita por un valor de un 50%<sup>152</sup> (con una contribución de los estados de la Eurozona de 30.000 millones de euros) y un programa de asistencia, incluida la asistencia financiera a los bancos griegos, de 100.000 millones de euros en los ejercicios 2012 a 2014. Programa que, a tenor del informe confidencial de la Comisión filtrado días antes de la cumbre (muy probablemente por el gobierno británico), seguiría siendo insuficiente, pues no es probable que Grecia pueda volver a tomar dinero en préstamo en los mercados financieros antes de 2020.<sup>153</sup>

B) La ampliación del *programa de mercado de valores* de la Banca Central

§97. El acuerdo del Consejo Europeo del 21 de Julio de 2011 (§95) no logró reducir los tipos de interés que habían de satisfacer Italia y España para lograr atraer inversores en los mercados internacionales. Pese a que a la enmienda al acuerdo marco de la FEEF permitía teóricamente que fuera ésta, y no la Banca Central, la que prestara asistencia financiera a los estados que sufrieran una asfixia financiera a causa de la subida repentina de los tipos de interés que hayan de satisfacer, ese acuerdo no sería efectivo hasta que fuera ratificado por todos los estados accionarios de la *société anonyme luxembourgeoise*. Adicionalmente, cualquier asistencia financiera seguirá requiriendo la aprobación unánime por parte de todos los estados que participan en el FEEF. Dado el nivel de financiamiento de la FEEF, y los compromisos ya adquiridos, las posibilidades de intervención de la misma eran limitadas por lo concerniente a la deuda italiana y española.

§98. En este contexto, y con el apoyo implícito de los jefes de estado y de gobierno, pero no de todo el comité ejecutivo de la Banca Central, la BCE reanudó su programa de mercado de valores en Agosto de 2011, adquiriendo primero deuda griega, irlandesa y portuguesa, y días después, deuda italiana y española.<sup>154</sup> Como fuera el caso en Mayo de 2011, la decisión fue justificada como necesaria para asegurar la adecuada transmisión de la política monetaria de

---

estructura financiera de la “quita”, véase ‘A Greek bond swap oddity’, *Alphaville Blog Financial Times*, 28 de Julio, <http://ftalphaville.ft.com/blog/2011/07/28/636151/a-greek-bond-swap-oddity/>

<sup>152</sup> Communiqué by the Eurogroup on the Greek Economic Adjustment Programme, 21 de Octubre de 2011 [http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms\\_data/docs/pressdata/en/ecofin/125488.pdf](http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ecofin/125488.pdf).

<sup>153</sup> El informe confidencial está disponible en [https://docs.google.com/viewer?a=v&pid=explorer&chrome=true&srcid=0Bz6iPbLv74D9MzBlMzQ0ZjEtMTI5OC00YmRjLTkwMjYtODBkY2QxMDkyZmRh&hl=en\\_US&pli=1](https://docs.google.com/viewer?a=v&pid=explorer&chrome=true&srcid=0Bz6iPbLv74D9MzBlMzQ0ZjEtMTI5OC00YmRjLTkwMjYtODBkY2QxMDkyZmRh&hl=en_US&pli=1)

<sup>154</sup> ECB resumes bond-buying scheme, *Financial Times*, 4 de Agosto de 2011, <http://www.ft.com/cms/s/0/d1a530a6-be7f-11e0-ab21-00144feabdc0.html#axzz1d0YvZMyD>; ‘Intervention fails to quell nerves’, *Financial Times*, 4 de Agosto de 2011, <http://www.ft.com/cms/s/0/a42f1508-bebe-11e0-a36b-00144feabdc0.html#axzz1d0YvZMyD>; ‘Bond move deepens ECB divide’, *Financial Times*, 7 de Agosto de 2011, <http://www.ft.com/cms/s/0/70dbb426-c103-11e0-b8c2-00144feabdc0.html>

la BCE en Italia y España. Esta decisión tiene una enorme trascendencia dado el peso que tienen la deuda italiana y española en el mercado de la deuda soberana europea. El salto cuantitativo es tal que implica un cambio cualitativo y quizá una mutación en el mandato de la banca.<sup>155</sup> Y hace aún más controvertida la justificación del BCE de la medida.<sup>156</sup> Ello explica porque el Presidente en ejercicio del BCE, y el Presidente in pectore de la misma, dirigieron dos cartas “confidenciales” a los presidentes del gobierno italiano y español, determinando las reformas estructurales que esperaban adoptasen los mismos, de modo y manera que la intervención extraordinaria del BCE no fuera en vano.<sup>157</sup> Esta carta pone de relieve la medida en la que las decisiones heterodoxas del BCE han difuminado la diferencia entre política monetaria y política fiscal. De ello no puede sino derivarse una notable confusión por lo que se refiere a la legitimidad de las decisiones que toman todos los autores europeos y nacionales.

C) Reducción de los tipos de interés aplicables a Grecia, Irlanda y Portugal bajo los programas de asistencia financiera.

§99. En el Consejo Europeo de 21 de Julio de 2011 se decidió reducir significativamente el tipo de interés que se aplica a los préstamos concedidos a Grecia, Irlanda y Portugal, al tiempo que ampliar la madurez de los mismos. En lugar del tipo original calculado como coste de financiación aumentado en 200 puntos básicos, se aplicará a partir de ahora el mismo tipo de interés que se aplica en el Mecanismo de Balanza de Pagos (el aplicado a Hungría, Lituania e Irlanda), lo que implica una reducción de 150 puntos básicos. De igual forma se amplía el plazo de vencimiento de los créditos, de 7 años y medio a un período de entre 15 y 30 años.

D) Ampliación de las exigencias de capital a los bancos europeos y mecanismos para asegurar la recapitalización.

§100. La decisión de hacer “participar” al sector privado en el segundo programa de asistencia financiera a Grecia, tanto en los términos acordados en Julio, y muy especialmente en los establecidos en Octubre, puede acarrear graves consecuencias sistémicas. Dado que la deuda pública es parte del *tier core capital* de las entidades financieras, la quita griega afecta directamente a la solvencia de algunas entidades (especialmente las griegas, a cuyas necesidades de financiación extraordinarias se atenderán a través del segundo programa de asistencia financiera a Grecia, como explícitamente se indica en el Comunicado de la Cumbre

---

<sup>155</sup> Nicola Scotto di Vettimo, *How does the financial crisis affect the independence of the European Central Bank?*, Tesis de Máster, Faculty of Economics & Management, KUB, Septiembre de 2011, copia en posesión del autor.

<sup>156</sup> Algo que revela en buena medida el nuevo Artículo (2)(1)(b) del Acuerdo Marco del FEEF. La compra de deuda por parte del FEEF en los mercados secundarios es el equivalente funcional de la compra de deuda por la BCE en ejecución del securities markets programme. Es interesante observar, sin embargo, que el Acuerdo Marco prevé la intervención del FEEF tras un informe de la BCE relativo a la concurrencia de circunstancias extraordinarias en los mercados financieros. En caso de que el informe sea positivo, la intervención del FEEF se orientará a evitar el contagio. Aunque, claro está, pueda considerarse que los objetivos de BCE y FEEF sean distintos, lo establecido en el Acuerdo Marco refuerza la impresión de que la BCE incurre en una interpretación creativa de lo que está haciendo, y que bajo esas formas, el sentido último de su intervención es evitar el contagio.

<sup>157</sup> Obtenida por el *Corriere della Sera* y reproducida en *El País*, 29 de Septiembre, [http://www.elpais.com/articulo/economia/carta/secreta/Trichet/Berlusconi/elpepueco/20110929elpepueco\\_8/Tes#despiece1](http://www.elpais.com/articulo/economia/carta/secreta/Trichet/Berlusconi/elpepueco/20110929elpepueco_8/Tes#despiece1)

del Euro del 26 de Octubre),<sup>158</sup> mientras que las consecuencias que ello tenga para las restantes entidades financieras europeas se pretenden amortiguar mediante la exigencia de mayores niveles de capitalización (desde el 30 de Junio de 2012, un 9% de “highest quality capital”, calculado teniendo en cuenta el valor de mercado de la deuda soberana a 30 de Septiembre de 2011.<sup>159</sup> El acuerdo prevé que se capital se asegure bien mediante inyecciones de capital privado bien mediante la intervención de los estados donde tengan su domicilio las instituciones financieras (y si ello no fuera posible, a través de créditos de la Facilidad de Estabilidad Financiera,<sup>160</sup> valiéndose de las nuevas posibilidades de asistencia financiera previstas desde la Enmienda al Acuerdo Marco decidida en Julio; véase §). El acuerdo prevé la adopción de medidas que eviten que la recapitalización reduzca la propensión de las entidades financieras a conceder créditos a las empresas no financieras, o a reducir sus inversiones en los mercados de deuda soberana, pero sin especificar en qué puedan consistir tales medidas.<sup>161</sup> Si bien las inyecciones de capital estarán sujetas al control de la Comisión para determinar si son compatibles con la normativa de ayudas de estado, el acuerdo toma nota de la intención de la Comisión de seguir “flexibilizando” sus criterios (en línea con lo ya indicado en §), “[T]he Commission has indicated will be applied with the necessary proportionality in view of the systemic character of the crisis.”<sup>162</sup>

E) Vigilancia in situ de la ejecución del programa griego de reformas estructurales

**§101.** De forma aparentemente excepcional, y formalmente a petición del gobierno griego, el Consejo Europeo del 26 de Octubre de 2011 decidió que la Comisión Europea enviaría desarrollaría in situ la vigilancia de la ejecución del programa de reformas estructurales. O lo que es lo mismo, que expertos de la Comisión, eventualmente junto con funcionarios de la BCE y del FMI, así como expertos griegos, “colaborarían de forma estrecha y continua” con las autoridades griegas, ofreciendo ayuda y consejo de modo que se asegurara la pronta y plena aplicación de las medidas. Esa ayuda adquiere un carácter más conminatorio en tanto en cuanto se afirma explícitamente que esa delegación permanente en Atenas informará a la troika acerca del grado de cumplimiento del gobierno griego con sus compromisos.<sup>163</sup>

**§102.** Amén de las dudas acerca de la capacidad efectiva de la Comisión de cumplir con esta tarea que se le asigna, dudas que tenemos constancia albergaba la propia Comisión, cabe preguntarse en qué medida esta decisión pueda constituir un precedente aplicable en otros supuestos, o conducir a un control y vigilancia más estrecha de las políticas nacionales.<sup>164</sup>

---

<sup>158</sup> Véase *Communiqué, supra, fn 151*. El Presidente del Gobierno griego indicó que la quita conduciría ineludiblemente a la nacionalización temporal de las entidades bancarias griegas. Véase ‘Greek Banks May Face Nationalisation’, *Wall Street Journal*, 27 de Octubre de 2011, <http://online.wsj.com/article/SB10001424052970203687504577001641114973320.html>

<sup>159</sup> Comunicado de la Cumbre del Euro, 26 de Octubre de 2011, anexo 2, par. 4.

<sup>160</sup> *Ibid*, par. 5.

<sup>161</sup> *Ibid*, par. 4.

<sup>162</sup> *Ibid*, par. 6.

<sup>163</sup> *Ibid*, par.10.

<sup>164</sup> En cualquier caso, cabe dudar del sentido de la oportunidad de algunos Estados Miembros y de la propia Comisión tanto al informar acerca de los cometidos de esta delegación, como de las decisiones políticas acerca del liderazgo de esta misión. Huelga decir que dado que Grecia sufrió una brutal ocupación por parte del ejército nazi durante la Segunda Guerra Mundial, y que la memoria de esa ocupación ha sido invocada de forma ciertamente tergiversada por quienes no sólo se oponen a las políticas de austeridad exigidas por la *troika*, sino que atribuyen esas políticas a un neocolonialismo

## F) Reapertura del proceso de reforma de los Tratados

§103. Tras la “mini-reforma” de la que se dio cuenta en §, la cumbre del Euro del 26 de Octubre acordó iniciar el estudio de una eventual reforma de los Tratados con el objeto de “reforzar la gobernanza económica” de la Unión Europea. El Consejo Europeo deberá considerar la cuestión en profundidad en Diciembre de 2011, y adoptar un informe que detalle las medidas concretas que han de adoptarse en Marzo de 2012.<sup>165</sup>

### 2. Reformas estructurales

#### A) Reforma del Fondo Europeo para la Estabilidad Financiera

§104. El Acuerdo Marco del Fondo Europeo para la Estabilidad Financiera fue reformado tanto en Julio como, de nuevo, en Octubre de 2011.

En el Consejo Europeo del 21 de julio de 2011 se decidió ampliar las modalidades de asistencia financiera a los estados parte del Acuerdo. Mientras que el Acuerdo Marco original tan solo contemplaba la concesión de préstamos previa firma de un memorando de entendimiento con el FMI, la Comisión y la BCE, el Acuerdo Marco enmendado prevé que la FEEF extienda líneas de crédito preventivas, préstamos para la recapitalización de entidades financieras, o compre directamente bonos en el mercado secundario o en el mercado primario. Las decisiones de la FEEF siguen estando sujetas a la regla de la unanimidad. Y no es en modo alguno baladí que todas esas modalidades de asistencia financiera se supeditan a una condicionalidad estricta, sino que se prevea que el Estado beneficiario concluya un memorando de entendimiento con la Comisión. De este modo, la participación del FMI en los programas de asistencia financiera ha conducido a la importación no sólo de los criterios y principios que aplica el FMI a estados-nación con políticas económicas y monetarias independientes, sino de las propias formas jurídicas propias del FMI (el memorando de entendimiento). Esta reforma de la FEEF ha sido ya ratificada por todos los Estados Miembros.<sup>166</sup>

En la Cumbre del Euro de 26 de Octubre de 2011 se decidió “apalancar” el capital a disposición de la FEEF valiéndose de dos peculiares técnicas financieras.<sup>167</sup> La primera consiste en articular la asistencia financiera a un estado no mediante la compra directa de deuda, sino mediante la provisión de un “risk insurance” a todos los compradores de esa deuda, de modo y manera que los tipos de interés exigidos por los compradores sean menores. La segunda es la creación de *special purposes vehicles* a través de los cuales sea posible captar recursos financieros procedentes de inversores públicos o privados (en buena medida procedentes de terceros países a tenor del debate político en los días previos a la

---

tudesco, la designación de un alemán (Horst Reichenbach) como jefe de la delegación de la Comisión revela una escasa sensibilidad y conocimiento de los términos en los que se produce el debate público. A tal efecto, véase que hizo a Reichenbach Jean Quatremer, (‘Grèce: les travaux d’Hercule de la Commission européenne’, *Coulisses de Bruxelles*, 23 de Septiembre de 2011, <http://bruxelles.blogs.liberation.fr/coulisses/2011/09/gr%C3%A8ce-les-travaux-dhercule-de-la-commission-europ%C3%A9enne.html>) y ‘Nazi jokes, wrath at Germans highlight Greek despair’, *Reuters.Com*, 26 de Octubre de 2011, <http://www.reuters.com/article/2011/10/26/us-greece-germany-relations-idUSTRE79P3LN20111026>.

<sup>165</sup> Comunicado de la Cumbre del Euro, *supra* fn 158, par. 35.

<sup>166</sup> Véase en el caso español el BOE 216 de 8 de Septiembre de 2011, pp. 1-18.

<sup>167</sup> Comunicado de la Cumbre del Euro, *supra* fn 158, par. 19.

cumbre del euro). De este modo se espera multiplicar por cuatro o cinco la capacidad de intervención del FEEF.<sup>168</sup> No deja de ser paradójico que la eurozona recurra a las mismas técnicas financieras que alimentaron las burbujas financieras para resolver una crisis cuyo origen los líderes europeos vienen atribuyendo a los excesos del sector financiero.

## B) Reforma del Pacto de Estabilidad y Crecimiento

**§105.** El Pacto de Estabilidad y Crecimiento es la pieza fundamental del diseño constitucional de la unión monetaria y económica asimétrica característica de la Unión Europea. Su reforma tiene por ello una trascendencia fundamental. En lo que sigue se describe el contenido de las seis normas de derechos secundario (cinco reglamentos y una directiva) mediante las que se ha procedido a introducir cambios importantes en el diseño del Pacto. La (quizás innecesaria) complejidad del paquete legislativo me lleva a comenzar por una breve descripción de la consistencia del paquete legislativo de reforma (sección a). Procedo después a dar cuenta del también alambicado proceso de elaboración, que es de un cierto interés en tanto que reflejo de los cambios que viene experimentado la Unión (y muy en particular, de la infeliz multiplicación de actores que lastra la capacidad de toma de decisiones, y del contraste que existe entre los principios normativos que informan la co-decisión y la realidad constitucional de su aplicación) (sección b). Me ocupo entonces de analizar los principios constitucionales básicos del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, y de cómo la reforma modula su interpretación, al tiempo que se hace explícita la diferenciación de modelo aplicable a los estados de la eurozona y a los que no lo son; al tiempo que la reaparición del concepto de equilibrio macroeconómico nacional –e incluso de balanza de pagos nacional- apunta a una creciente tensión en el modelo de unión monetaria (sección c). Analizo entonces los cambios que se introducen en la definición de los criterios fiscales y macroeconómicos en los que se sustentan los procedimientos del Pacto. No sólo se afirma, como acaba de decirse, el principio de equilibrio macroeconómico nacional, sino que se recupera el criterio de deuda pública sostenible (sección d). Reconstruyo entonces los fundamentales cambios que se han introducido en la disciplina supranacional tanto de los procedimientos presupuestarios nacionales (con graves consecuencias constitucionales “internas”, tanto por lo que hace al poder del parlamento como a la relación entre niveles de gobierno) y supranacionales (con la codificación del Semestre Europeo) (sección e). Procedo entonces considerar los cambios que se introducen en los procedimientos de coordinación, supervisión, vigilancia y sanción fiscales y macroeconómicos. La principal novedad en lo que a esto concierne es la mayor “densidad normativa” de las normas que han de aplicar Comisión y Consejo, y la introducción del principio de mayoría cualificada inversa en lo que concierne a la aplicación de sanciones a los estados de la eurozona (sección f). Finalmente, considero las consecuencias que de todos los cambios descritos se derivan para la relación entre las instituciones supranacionales, pero también para las relaciones entre las supranacionales y las nacionales (sección g).

a) Consistencia del paquete legislativo de reforma de la “gobernanza económica” de la Unión Europea: el Pacto de Estabilidad y Crecimiento corregido y ampliado

**§106.** El conjunto más importante de cambios estructurales adoptados desde el inicio de la crisis se contiene en los cinco reglamentos y una directiva que componen el paquete legislativo de reforma de la “gobernanza económica” de la Unión Europea, que tras un

---

<sup>168</sup> Ibid, par. 20.



proceso legislativo de aproximadamente un año, fue acordado en un “triálogo legislativo” por Consejo, Comisión y Parlamento en los inicios de septiembre de 2011 (y aún pendiente de aprobación formal y publicación en el DOUE).<sup>169</sup>

**§107.** Las seis normas de derecho secundario que componen el paquete modifican y amplían el Pacto de Estabilidad y Crecimiento.<sup>170</sup>

Dos reglamentos contienen los cambios que se efectúan en los reglamentos 1466/97 y 1467/97, que como queda dicho (§15) constituyen el núcleo fundamental del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Las modificaciones más destacadas del citado pacto incluyen (1) la codificación de un nuevo procedimiento de coordinación fiscal y macroeconómica, el semestre europeo, bajo el que se pretenden agrupar las diversas decisiones supranacionales y los diversos procesos de coordinación de tales políticas (desde las orientaciones supranacionales de política económica y de empleo a los procedimientos de coordinación macroeconómica y presupuestaria), cuya estructura implica que las decisiones fundamentales sobre la orientación de los presupuestos nacionales serán objeto de examen por Comisión y Consejo antes que por los parlamentos nacionales; (2) la exigencia de mayor detalle y concreción en los programas de estabilidad y convergencia nacionales, y la obligación de considerar al elaborarlos las previsiones económicas de la Comisión Europea para la Unión Europea en su conjunto y para cada uno de los estados en particular; (3) la mayor precisión en la definición de las variables fundamentales en torno a las que se estructura la coordinación, supervisión y vigilancia fiscal europea (el objetivo presupuestario a medio plazo, la trayectoria de ajuste al mismo, y la “recuperada” deuda pública total del Estado Miembro), lo que marca una tendencia hacia la coordinación de la política económica mediante referencia a reglas semi-automáticas, y no mediante estándares cuya concreción implica un juicio político discrecional; (4) una regulación más exhaustiva de los procedimientos de vigilancia y eventual sanción de los estados que bien estén en riesgo de sufrir desequilibrios presupuestarios, o que incurran en un déficit excesivo; (5) la codificación de dos “cláusulas de salvaguardia” definidas en atención a la situación de la economía europea en su conjunto (grave crisis económica de la zona euro o de la Unión Europea en su conjunto) y o a un acontecimiento imprevisto que afecte a un Estado Miembro (en concreto, un “acontecimiento inusitado sobre el que el Estado miembro afectado no tenga ningún control y que tenga efectos considerables

---

<sup>169</sup> Hago uso de la numeración provisional en la versión castellana publicada por el Parlamento Europeo. Dado que hay diferencias en esa numeración en las distintas versiones lingüísticas de esta versión provisional, es más que probable que esa no sea la numeración final en la versión que se publique en el Diario Oficial en Diciembre. Pero obviamente no cabe sino atenerse a los textos publicados.

<sup>170</sup> El paquete legislativo se ha rotulado como de reforma de la gobernanza económica de la Unión Europea. Si en realidad se reforma o se comienza a abandonar la gobernanza es una cuestión interesante, a la que me refiero brevemente en las conclusiones. Lo que puede afirmarse de forma objetiva es que el paquete legislativo modifica el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (especialmente por lo que atañe a los estados de la eurozona), al tiempo que expande el mismo, al convertirse en parte integral del mismo la vigilancia y supervisión de los desequilibrios macroeconómicos y hacerse explícitas las exigencias normativas que del Pacto se derivan en lo que atañe al diseño constitucional de los procedimientos presupuestarios nacionales.

sobre la situación de su hacienda pública”, fórmula que recuerda a la redacción del artículo 122.2 del TFEU.<sup>171</sup>

Otros dos reglamentos amplían el Pacto al estructurar los brazos preventivo y correctivo de un nuevo pilar macroeconómico, con el objetivo de transformar radicalmente la coordinación de la política macroeconómica<sup>172</sup> mediante la prevención y corrección de los desequilibrios macroeconómicos de los Estados Miembros (el Reglamento para la Prevención de los Desequilibrios Económicos, en adelante RPDM, y el Reglamento para la corrección de los desequilibrios macroeconómicos, en adelante RCDM). Estos dos reglamentos (1) establecen los criterios básicos que habrá de emplear la Comisión para elaborar el cuadro de las variables que serán objeto de consideración y vigilancia en tanto que indicadores de potenciales desequilibrios macroeconómicos en las economías nacionales; (2) definen los procedimientos de vigilancia y de supervisión de los desequilibrios macroeconómicos; (3) determinan las consecuencias que para los estados miembros tendrá persistir en situaciones de desequilibrio macroeconómico excesivo.

El último de los reglamentos contiene normas exclusivamente dirigidas a los estados de la eurozona, y refuerza los medios a disposición de Comisión y Consejo para hacer efectivo el cumplimiento con lo exigido tanto por las normas contenidas en los Reglamentos 1466/97 y 1467/97, como por los dos reglamentos de coordinación de la política macroeconómica (el Reglamento para la Ejecución Efectiva de la Supervisión Presupuestaria, en adelante REESP). La principal novedad que aporta este reglamento consiste en el apoderamiento de la Comisión apoyada en una *minoría* cualificada de estados miembros para tomar las principales decisiones en los procedimientos sancionatorios, incluida la obligación de constituir depósitos (con y sin intereses) y de pagar multas.

Finalmente, la Directiva de Marco Presupuestario Nacional (en adelante, DMPN), de la que que también son destinatarios exclusivamente los estados de la eurozona, define las obligaciones y límites que el derecho comunitario impone a los procedimientos presupuestarios nacionales. En concreta, en esta Directiva (1) se impone a los estados miembros la obligación de establecer “reglas fiscales” que enmarquen las decisiones presupuestarias nacionales, de modo en buena medida semejante a lo que es el caso en el nivel supranacional por virtud del Pacto de Estabilidad y Crecimiento; (2) se impone la obligación de que el procedimiento presupuestario nacional sea plurianual, al tiempo que se desplaza el centro de gravedad del mismo, del presupuesto anual a la norma marco plurianual; (3) se obliga a los Estados Miembros a establecer mecanismos de coordinación y de control de las finanzas públicas de todos los niveles de gobierno y del sector para-estatal; (4) se exige a los Estados Miembros la publicidad de las responsabilidades contingentes e implícitas que asume el Estado a través de sus políticas sociales y/o regulatorias; publicidad que se extiende al coste de las deducciones fiscales mediante las que se articulen políticas sustantivas.

#### b) Procedimiento de Elaboración del Paquete Legislativo

---

<sup>171</sup> El artículo 122. TFUE alude a “acontecimientos excepcionales que dicho Estado no pudiere controlar.”

<sup>172</sup> Hasta ahora débilmente “europeizada” a través de las orientaciones generales de política económica y la fallida estrategia de Lisboa, ahora reconfigurada en la llamada Estrategia 2020.

§108. En primer lugar, la creciente complejidad de la estructura institucional de la Unión da explica el peculiarísimo procedimiento de iniciativa legislativa que impulso la reforma. Una “task force” presidida por el Presidente del Consejo Europeo condujo trabajos paralelos a los de la Comisión en la fase de elaboración de la propuesta. De este modo, el carácter policéfalo de la eurozona condujo a la duplicación de actores en la fase de iniciativa legislativa. En segundo lugar, las seis propuestas (y no sólo las de los reglamentos, como hubiera correspondido en aplicación estricta de lo previsto en los Tratados, sino también las de la directiva) fueron discutidas, debatidas y finalmente aprobadas mediante el procedimiento de co-decisión, con plena participación del Parlamento Europeo.<sup>173</sup> El acuerdo final, como es ya habitual, se fraguó en un triálogo, lo que no deja de ser un tanto problemático a la vista de la trascendencia constitucional de las normas en cuestión.

§109. Hay que tener además en cuenta que el paquete se ha adoptado en medio de la vorágine de la crisis. La apelación a la urgencia de la situación explica porque algunas de las novedades normativas contenidas en el paquete son en realidad mera confirmación de cambios ya producidos en la práctica constitucional de la Unión y de sus Estados Miembros (como es el caso del semestre europeo), algunos de los cuales ya habían sido parcialmente codificados en el *soft law* del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (en concreto, en su código de conducta). A ello se une que parte de los cambios legislativos se solapan con una Declaración Política, el Pacto por el Euro Plus, suscrito por veintitrés de los veintisiete Estados Miembros de la Unión.

c) Principios Constitucionales básicos que informan el Pacto de Estabilidad y Crecimiento

§110. Los principios constitucionales que estructuran y fundamental el Pacto de Estabilidad y Crecimiento siguen siendo la estabilidad de precios y la sostenibilidad de las finanzas. De un Pacto que haga efectivos esos principios se asume que se derivarán crecimiento sostenido y creación de empleo (cf. por ejemplo, Art. 3.1 del Reglamento 1466/97 tras la reforma).<sup>174</sup>

§111. El diseño del paquete legislativo, y del corregido y ampliado paquete legislativo, está informado por el principio de igualdad entre estados (véase por ejemplo el tercer párrafo del preámbulo de la DMPN). Sin embargo, no sólo se acrecienta el grado en que la heterogeneidad de trayectorias y condiciones económicas es relevante a la hora de aplicar el Pacto, sino que se agudizan las diferencias entre las normas aplicables a los países de la eurozona y las que son de aplicación a los Estados que no forman parte de la misma.

---

<sup>173</sup> El Parlamento exigió que las seis normas se tramitaran en bloque, sujetando de este modo la directiva a co-decisión pese a que los Tratados no conferían poder decisorio al Parlamento sobre esta norma concreta.

<sup>174</sup> Podría parecer que el artículo 2 quater del REESP implica la asignación de una mayor autonomía al objetivo de creación de empleo (“El Pacto de Estabilidad y Crecimiento y el marco completo de gobernanza económica deben complementar y ser compatibles con una estrategia de la Unión para el crecimiento y el empleo”). Sin embargo, el segundo párrafo de este artículo contradice esta primera impresión (“Las interrelaciones entre los distintos ámbitos no deben dar pie a excepciones a las disposiciones del Pacto de Estabilidad y Crecimiento”). Cabe tan solo añadir que la afirmación enfática de que el cumplimiento del Pacto permitirá alcanzar determinados objetivos (por ejemplo, la “convergencia real” de las economías de los países de la eurozona) debiera haber quizás sido obviada. Y ello dado que tanto el legislador comunitario de 1997 como el de 2005 realizaron afirmaciones enfáticas muy similares, lo que no ha sido obstáculo para que se juzgase necesario reformar el Pacto de Estabilidad y Crecimiento porque el resultado de aplicar el mismo ha sido una apariencia de convergencia a corto plazo, y un agravamiento de la divergencia económica a medio plazo.

La presente reforma no contradice, sino que confirma, la opción legislativa de 2005 en lo que atañe a la conveniencia de prestar atención explícita a la heterogeneidad de las economías nacionales en el interior de la eurozona. Es por ello que se mantiene la fijación individualizada, estado por estado, del objetivo presupuestario a medio plazo y de la trayectoria de ajuste para alcanzar el mismo. Y se prevé que los indicadores de desequilibrios macroeconómicos hayan de moverse dentro de una “horquilla” con un valor máximo y un valor mínimo, lo que da pie a que se hagan valoraciones distintas en situaciones diferentes. Al tiempo que esa consideración individualizada se refuerza en lo que concierne a las circunstancias excepcionales en que se justifican desequilibrios presupuestarios o macroeconómicos que en circunstancias normales darían lugar a alguno de los procedimientos de vigilancia y eventual sanción (al afirmarse, en línea con el artículo 122.2 TFUE, que los “acontecimientos inusitados” que escapen al control del Estado Miembro pero tengan una neta incidencia en sus cuentas públicas, podrán justificar los desequilibrios presupuestarios o macroeconómicos).

De forma semejante, aumentan las diferencias entre el régimen jurídico aplicable a los países miembros de la eurozona y a aquellos que no lo son. La aplicación exclusiva de la DMPN y del REESP a los países de la zona euro, y la asignación de reforzados poderes de supervisión y vigilancia a la Comisión y Banca Central Europea así lo ponen de relieve. La progresiva institucionalización de la eurozona (§168) y el Pacto por el Euro Plus (§80ss) apuntan en esta misma dirección y hacen imprescindible reflexionar acerca de la eventual tensión entre la estabilización de la unión monetaria y económica a 17 y el mercado único a 27. Es pertinente, sin embargo, añadir que se consolida también una distinción ulterior entre aquellos estados que o bien esperan llegar a ser miembros de la eurozona (y por ello participan en el Mecanismo de Tipos de Cambios II y son parte del Pacto por el Euro Plus) o bien han “anclado” su política monetaria a la de la Banca Central (Dinamarca, también miembro del Pacto por el Euro Plus), y aquellos que no tienen obligación de convertirse en miembros de la eurozona y no tienen intención de alterar su estatus (al menos Reino Unido y Suecia).

**§112.** Guarda una estrecha relación con lo anterior la afirmación de un nuevo principio básico del Pacto reformado y ampliado de Estabilidad y Crecimiento, la estabilidad de la balanza de pagos de cada uno de los estados de la eurozona.<sup>175</sup> Como se argumentará en las conclusiones (§173) dista de ser obvio cómo haya de conjugarse tal principio con la idea de un mercado único, especialmente por lo que respecta al mercado financiero. La reaparición de la idea misma de balanza de pagos implica que el legislador toma nota de la divergencia real entre las economías de la eurozona y de la peculiar relación entre política monetaria y económica en la eurozona. Y pone en cuestión la viabilidad de una unión monetaria apoyada en un mercado único y mecanismos de gobernanza, en lugar de en una política fiscal y macroeconómica común.

**§113.** Menor importancia sustantiva tiene quizá la inclusión del principio de “national ownership” del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (par 1 preámbulo DMPN). La afirmación de un principio tal en una comunidad política de las características de la Unión Europea es o bien superflua o bien reveladora de la tensión creciente entre el modelo constitucional de la

---

<sup>175</sup> Par 1 Preámbulo RPDM, par 1 preámbulo REESP, par 1 modificación 1466/97. De conformidad con el Artículo 4.2ab) del RPDM, señala al balance de cuenta corriente de cada estado como indicador a la hora de determinar la existencia de desequilibrios macroeconómicos.

unión y las consecuencias efectivas de la disciplina contenida en el Pacto. Pero amén de que sea dudoso el acierto de utilizar la expresión “ownership” siquiera en la versión inglesa (pues la relación entre las autoridades públicas y los principios constitucionales no es nunca una relación de propiedad, pese a que ese término se haya generalizado en la jerga de los ministros de economía, tan propensos a los neologismos), el carácter “nacional” del Pacto en términos jurídicos es consecuencia inmediata y directa de su aprobación mediante el procedimiento legislativo comunitario y de la primacía del derecho comunitario sobre el nacional.<sup>176</sup>

d) Criterios Macroeconómicos y Fiscales que definen la sostenibilidad de las finanzas públicas: Equilibrio macroeconómico, equilibrio presupuestario, sostenibilidad de la deuda, circunstancias económicas excepcionales

**§114.** El Pacto de Estabilidad y Crecimiento se encamina, como ya vimos, a asegurar la sostenibilidad de las finanzas públicas. Una novedad fundamental tras la reforma es que la consecución de este objetivo se entiende depende no sólo del equilibrio presupuestario a medio y largo plazo de cada estado miembro (articulado a través del objetivo presupuestario a medio plazo y la trayectoria presupuestaria conducente al mismo), sino también del equilibrio macroeconómico de cada estado miembro. Además, el equilibrio presupuestario vuelve a definirse no sólo mediante referencia al déficit, sino que, de modo semejante al diseño original del Tratado de Maastricht (diluido en 1999 al determinarse que Italia y Bélgica cumplían los criterios de convergencia pese a que sus niveles de deuda pública eran muy superiores al valor de referencia del 60% del PIB).

aa) Equilibrio Macroeconómico de cada estado miembro y prevención de los desequilibrios macroeconómicos.

**§115.** Un nuevo criterio fundamental en la ejecución del Pacto de Estabilidad y Crecimiento es el de equilibrio macroeconómico, definido de forma negativa, o lo que es lo mismo, como ausencia de desequilibrios macroeconómicos. Así, el Artículo 2a del RPDM caracteriza como desequilibrio macroeconómico a “cualquier tendencia que da lugar a una evolución macroeconómica que afecta o puede afectar negativamente al correcto funcionamiento de la economía de un Estado miembro, de la unión económica y monetaria o del conjunto de la Unión”, y como desequilibrio macroeconómico excesivo a “cualquier desequilibrio macroeconómico que compromete o puede comprometer el correcto funcionamiento de la unión económica y monetaria”.<sup>177</sup>

**§116.** Amén de esta definición general y abstracta, el RPDM establece que habrá de establecer un “cuadro de indicadores” relevantes para determinar la existencia de desequilibrios macroeconómicos. El carácter novedoso de esta práctica parece justificar que el Reglamento se limite a establecer pautas generales acerca de qué características hayan de tener tales indicadores, y a enumerar algunos ejemplos de posibles indicadores, remitiendo la definición precisa de los mismos a la Comisión, a la que se instruye explícitamente al efecto de que

---

<sup>176</sup> Harina de otro costal es la percepción que los ciudadanos y sus representantes tengan acerca del carácter nacional o del carácter “externo” del Pacto, pero es dudoso que la repetición de un cliché acuñado por expertos en relaciones públicas, aún en un texto legislativo, tenga efectos beatíficos.

<sup>177</sup> El artículo 4.2, segundo párrafo del mismo Reglamento determina expresamente que los desequilibrios pueden serlo tanto a corto como a largo plazo, lo que parece indicar que ambos son relevantes, aunque habrán de ser valorados y tratados de distinto modo.

considere de forma periódica la necesidad de modificar el cuadro de indicadores (art. 4.5 RPDM).<sup>178</sup> La Comisión tiene que fijar por regla general horquillas (valores máximos y mínimos) para todos los indicadores (Art. 4.2b del RPDM).

**§117.** A la hora de seleccionar tales indicadores, la Comisión ha de procurar que (1) los indicadores sean pocos, “pertinentes, prácticos, simples, mensurables y disponibles” (yuxtaposición de adjetivos impresionante por su longitud pero por desgracia que no es especialmente operativa; (2) que el conjunto de indicadores seleccionado permita fomentar la competitividad (adición que probablemente refleja más que un objetivo y sentido preciso una componenda en la negociación del texto). Es por ello que más que estas evanescentes pautas generales, lo relevante sea el elenco de ejemplos.<sup>179</sup>

Los indicadores internos a los que se hace referencia en el Reglamento son: (1) deuda pública; (2) deuda privada; (3) evolución de los mercados financieros y de activos (especialmente el inmobiliario); (4) flujos de créditos en el sector privado; (5) tasa de desempleo. Los indicadores externos son: (1) déficit o superávit por cuenta corriente; (2) posición de inversión neta; (3) tasa de cambio efectiva; (4) cuota de exportación; (5) evolución de precios y costes (en el sector exterior); (6) factores de competitividad no reflejados en los precios. Los indicadores con relevancia tanto interna como externa son: (1) evolución del PIB; (2) desempleo; (3) convergencia con los países de la eurozona, y de la Unión Europea en su conjunto; (4) comportamiento de la productividad en los “drivers” de crecimiento; (5) nivel de inversión, tanto en el interior como en el exterior (y relación entre ambas); (6) evolución sectorial (incluida la del sector energético).

#### bb) Equilibrio Presupuestario a Medio Plazo

**§118.** Como ya era el caso antes de la reforma, el equilibrio presupuestario se identifica con la consecución del objetivo presupuestario a medio plazo; en el caso de que ese objetivo no haya sido alcanzado aún, el Pacto exige que los estados sigan una trayectoria de ajuste presupuestario que asegure la consecución de ese objetivo. La principal novedad resultante de la reforma es el “adensamiento” del concepto de trayectoria de ajuste, de modo que el mismo pierde en buena medida su condición de “principio” y se asemeja ahora a una “regla” de aplicación cuasi-automática (o cuando menos, es ahora un estándar que deja un escaso margen de discrecionalidad política a la hora de proceder a su aplicación). Ello es coherente, como veremos (§156ff), con el nuevo marco disciplinario para los países de la eurozona, y en

---

<sup>178</sup> Esta técnica legislativa implica prefijar en gran medida los indicadores que serán empleados en el futuro inmediato (los “ejemplos”), al tiempo que se introduce un elemento de flexibilidad y periódica revisión de los mismos.

<sup>179</sup> Esta división, aun siendo perfectamente lógica, pone de relieve (como el objetivo de lograr el equilibrio en la balanza de pagos) la aceptación, aun a regañadientes, de que en una unión monetaria asimétrica compuesta por estados con estructuras económicas heterogéneas, la caracterización del mercado interior como un mercado sin fronteras nacionales es prematura y contraproducente, pues en ausencia de mecanismos institucionales y recursos financieros en el nivel supranacional, las estructuras institucionales que “aseguran” a los ciudadanos frente a los riesgos económicos siguen siendo nacionales. Sobre ello vuelvo en las conclusiones (§169ss).

especial, es un presupuesto necesario para defender la legitimidad de la mayoría cualificada inversa como procedimiento de toma de decisiones sancionatorias.<sup>180</sup>

#### *Objetivo Presupuestario a Medio Plazo*

**§119.** El objetivo presupuestario a medio plazo sigue definiéndose como la posición presupuestaria que asegura la sostenibilidad de las finanzas públicas. Como regla general, se sigue afirmando que el objetivo tiene que ser tal que permita mantener siempre y en toda circunstancia un margen de seguridad suficiente respecto al valor de referencia en materia de déficit (3% del PIB), de modo que nunca se supere ese valor, incluso cuando haya de hacerse uso de la política presupuestaria contra-cíclica para el manejo macroeconómico. De ahí que en términos operativos, el déficit anual no haya de ser superior al 1% del PIB.

Este objetivo, como era ya el caso desde la reforma de 2005, se fija sin embargo de forma individualizada para cada Estado Miembro. El objetivo ha de fijarse o revisarse cada tres años, o bien cuando se introduzcan reformas estructurales de calado, con implicaciones financieras.

#### *Trayectoria de Ajuste*

**§120.** Al criterio introducido en 2005, codificando los criterios desarrollados en la práctica presupuestaria del Pacto de estabilidad y crecimiento, por el que se obligaba a una mejora de al menos un 0.5% del PIB anual en la posición presupuestaria, se una hora la regla según la cual el nivel de crecimiento del gasto público no ha de superar el potencial de crecimiento a medio plazo de la economía nacional (salvo que un incremento superior venga acompañado de medidas discrecionales que se traduzcan en mayores ingresos por vía recaudatoria).

#### *cc) Deuda*

**§121.** El valor de referencia de la deuda en el 60% del PIB es parte fundamental de la constitución fiscal de la Unión Europea desde el Tratado de Maastricht. Sin embargo, y como es bien sabido y ya se apuntó en este trabajo, la declaración del Consejo de que Bélgica e Italia cumplían con los criterios de convergencia que daban acceso a la tercera fase de la integración monetaria, pese a que sus niveles de deuda superaban claramente el valor de referencia, condujo a que la deuda dejase de considerarse de forma inmediata y directa un criterio determinante en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento.<sup>181</sup> La dolorosa experiencia de la crisis de la deuda pública griega (agravada sin duda por el alto nivel de endeudamiento, y el consiguiente lastre que supone el pago de los intereses de la deuda) y los riesgos que entraña el elevado nivel de endeudamiento de Italia explican en buena medida el interés en recuperar a la deuda como criterio macroeconómico fundamental.

---

<sup>180</sup> Legitimidad que como el lector que llegue a las conclusiones de este trabajo tendrá ocasión de comprobar a este autor le parece muy dudosa.

<sup>181</sup> A ello se une el hecho evidente de que el nivel de déficit (junto con la tasa de crecimiento de la economía) determinan el nivel de la deuda. Tal ecuación se ve un tanto alterada cuando se introducen complejas reglas en lo atinente a lo que ha de considerarse o dejar de considerarse como deuda pública. Basta una lectura siquiera somera del Reglamento (CE) de 2009 relativo a la estadística europea para tomar conciencia de que la cuestión dista de ser sencilla. Cf. DOUE L 87, de 31 de Marzo de 2009, p. 164-173, <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2009:087:0164:0173:ES:PDF>.

**§122.** La deuda se reafirma como criterio macroeconómico fundamental del Pacto de Estabilidad y Crecimiento en los artículos 5.1 de la nueva redacción del Reglamento 1466/97 y artículo 1.1 de la nueva redacción del Reglamento 1467/97. El artículo 2.3 de la norma que acaba de citarse (así como el párrafo quinto del Preámbulo a la misma) confirman que el concepto de deuda relevante es aquel que permite determinar la sostenibilidad “global” del gasto público. Es por ello que la Comisión, a la hora de determinar el nivel de endeudamiento de un país, tenga que considerar en el pasivo de cada estado “el ajuste del stock-flujo y su composición, las reservas acumuladas y otros activos financieros; las garantías, especialmente las ligadas al sector financiero; y todos los pasivos implícitos relacionados con el envejecimiento de la población; y la deuda privada, en la medida en que pueda representar un pasivo implícito contingente para el sector público tiene que considerar, al evaluar la evolución de la deuda”, así como la estructura de vencimiento de la deuda, y las monedas en que esté denominada. Del lado del activo, sin embargo, la Comisión tendrá que considerar “la deuda generada en forma de apoyo bilateral o multilateral entre Estados miembros en el contexto de la salvaguardia de la estabilidad financiera” y también “la deuda relacionada con las operaciones de estabilización financiera durante las perturbaciones financieras importantes”.

**§123.** La deuda es relevante en el brazo preventivo del Pacto de Estabilidad en tanto que factor determinante del esfuerzo de ajuste que han de hacer los estados que no hayan alcanzado aún su objetivo presupuestario a medio plazo (al exigirse un mayor esfuerzo de ajuste anual a los países que superen el nivel de referencia de la deuda pública (artículos 5.1 segundo párrafo y 9.1. segundo párrafo del Reglamento 1466/97 tras su reforma).

**§124.** En lo que concierne al brazo corrector, la deuda adquiere relevancia autónoma en tanto que la superación del nivel de referencia (o el riesgo de que el Estado pueda asumir o haya ya asumido niveles insostenibles de deuda) puede dar lugar a la apertura de un procedimiento de déficit excesivo. Tras la reforma se fija además una trayectoria de reducción de la deuda, al exigirse que los estados cuya deuda sea superior al 60% del PIB reduzcan la misma en una cuantía anual equivalente a 1/20 del exceso (Artículo 2.1 bis del Reglamento 1467/97 tras su reforma).<sup>182</sup> La deuda tiene además relevancia auxiliar en la medida en la que la Comisión habrá de considerar una deuda superior al 60% del PIB como razón de peso para abrir un procedimiento de desequilibrio presupuestario, al suponer el riesgo de insostenibilidad de la deuda una razón para no considerar las diversas razones que podrían aconsejar abrir el expediente pese a que la situación presupuestaria del estado sea en sí misma una razón *prima facie* para ello.

*dd) Cláusulas de escape o la definición más amplia de que sean circunstancias económicas excepcionales*

**§125.** Al mismo tiempo que la densidad normativa de los criterios de equilibrio presupuestario y deuda sostenible aumenta, la reforma del Pacto de Estabilidad introduce dos

---

<sup>182</sup> En concreto, se exige que el ritmo de reducción de 1/20 se haya mantenido en los últimos tres años o la Comisión tenga buenas razones para considerar que el mismo se reducirá a ese ritmo en los próximos tres años. A los estados que hayan corregido recientemente un déficit excesivo les será de aplicación una regla menos estricta. Será suficiente que el Consejo estime en su informe sobre su plan de estabilidad o convergencia que los progresos en materia de reducción de la deuda son suficientes.



nuevas “cláusulas de escape”, dos nuevas “circunstancias económicas excepcionales” en el sentido del artículo 126.2 a) TFUE.<sup>183</sup> A la “individual” definida mediante referencia a una recesión aguda de la actividad económica, se unen otras dos cláusulas. La primera se inspira de forma evidente en el artículo 122.2 TFUE, al establecer que un “acontecimiento inusitado sobre el que el Estado miembro afectado no tenga ningún control y que tenga efectos considerables sobre la situación de su hacienda pública” justifica una desviación temporal de la trayectoria de ajuste presupuestario o de evolución de la deuda pública. Tiene, al igual que la cláusula “tradicional” del Pacto, el carácter de “excepción” individual, en tanto que el presupuesto de hecho de la misma es un hecho u hechos que afectan aisladamente a un Estado de la Unión. La segunda, por el contrario, tiene un marcado carácter colectivo, al definirse mediante referencia a “crisis económica grave en la zona del euro o en el conjunto de la Unión Europea” (cf. Artículo 5.1 del Reglamento 1466/97 y Art.2 del Reglamento 1467/97). En ambos casos, es necesario que la desviación no ponga en peligro el equilibrio presupuestario a medio plazo.

#### e) Procedimientos presupuestarios

**§126.** El nuevo Pacto de Estabilidad y Crecimiento fija los principios y reglas básicas de los procedimientos presupuestarios tanto nacionales como supranacionales. El robustecimiento de esta disciplina se justifica mediante referencia a los principios constitucionales básicos del Pacto (la estabilidad de los precios y la sostenibilidad de las finanzas públicas). Ello no es óbice para que, como tendremos ocasión de considerar al analizar las implicaciones institucionales de la reforma (§163ss), y a lo largo de las conclusiones del presente trabajo (§169ss), los cambios sean problemáticos, dado que alteran profundamente el equilibrio institucional comunitario y la división de poderes en las estructuras constitucionales nacionales, al debilitar la influencia y capacidad de decisión de los Parlamentos nacionales sin reforzar la del Parlamento Europeo. Dada la trascendencia constitucional de estos cambios, su introducción mediante reglamentos y directivas es también problemática.

#### aa) Procedimiento Nacional

**§127.** La reforma del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, y muy especialmente, la Directiva sobre el Marco Presupuestario Nacional, hace explícitos los principios a los que han de ajustarse los procedimientos presupuestarios nacionales para asegurar el cumplimiento del Pacto. Tales principios son fundamentalmente tres: (1) la elaboración de todas las normas presupuestarias debe sustentarse en previsiones y datos fiables y completos; (2) el ritmo y contenido sustantivo de los procedimientos presupuestarios nacionales han de ajustarse a los propios del procedimiento presupuestario supranacional (al marco presupuestario plurianual y al Semestre Europeo) y (3) el gobierno central ha de estar capacitado para vigilar y supervisar el gobierno de las finanzas públicas de regiones y entes locales, así como del sector paraestatal.

*Fiabilidad y exhaustividad de los datos en los que se sustentan las decisiones macroeconómicas y fiscales*

---

<sup>183</sup> En este apartado, se establece que no se considerará que existe un desequilibrio presupuestario cuando, a pesar de que se rebasen los valores de referencia, el exceso tenga un carácter excepcional y temporal.

**§128.** Todas las normas y actos con relevancia presupuestaria han de estar sustentados en previsiones y datos fiables y completos. Ello exige en primer lugar una clara distinción entre tres tipos de datos: (a) los datos estadísticos (compilados y elaborados *ex post* con el objeto de guiar las decisiones políticas, tanto de manejo macroeconómico como de planificación fiscal), (b) las previsiones (compiladas y elaboradas *ex ante* con el objeto de guiar las decisiones políticas, tanto de manejo macroeconómico como de planificación fiscal) y (c) las cifras de la contabilidad pública (compiladas y elaboradas *ex post* con el objeto de fiscalizar la probidad en la ejecución presupuestaria).<sup>184</sup> En segundo lugar, los datos sobre los que sustenten las decisiones macroeconómicas y fiscales de los Estados Miembros habrán de apoyarse en los datos históricos y la experiencia previa (DMPN 4.2), y como consecuencia, corresponderse bien a los del “escenario más probable” (*most likely scenario*) o bien a los que la prudencia fiscal aconseje.<sup>185</sup> Finalmente, la Directiva exige que el proceso presupuestario tenga en cuenta y haga públicos y notorios los costes de las políticas públicas que se articulen a través de deducciones fiscales (Art. 12.2 DMPN), así como las responsabilidades implícitas (derivadas de políticas asistenciales, señaladamente del sistema de pensiones) y las responsabilidades contingentes (resultantes de las garantías a las entidades financieras) (artículos 12.2 y 12.3 DMPN).

#### *Ajuste del procedimiento presupuestario nacional al Pacto de Estabilidad y Crecimiento*

**§129.** La Directiva establece el principio básico de ajuste de los ciclos presupuestarios nacionales a las exigencias procesales y sustantivas del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (preámbulo, párrafo 14 DMPN; Artículo 6.1 DMPN, ajuste reglas fiscales al Pacto). Ello se traduce en tres cambios fundamentales:

En primer lugar, el proceso presupuestario nacional tiene que estar enmarcado por unas “reglas fiscales numéricas” de carácter plurianual (Art. 2 DMPN, con 7bis fijando norma aplicable al Reino Unido) que fijen los parámetros fiscales dentro de los cuales ha de elaborarse cada ley de presupuestos. Tales reglas fiscales tendrán que tasar los supuestos excepcionales en que los topes fijados en las mismas no sean de aplicación (Art. 6.2 DMPN), pero también las consecuencias concretas y específicas de su incumplimiento (Art. 6.1 DMPN in fine).

En segundo lugar, cada marco presupuestario plurianual ha de elaborarse en torno al Objetivo Presupuestario a Medio Plazo (en adelante OPMP) (Art. 8 DMPN), que se extiende al año corriente y los tres sucesivos, y que sólo ha de ser revisada al final del ciclo de cuatro años (o de forma excepcional, de forma explícita y razonada, Artículo 9a y párrafo 15b del preámbulo DMPN). Esta cifra, que hasta ahora era el eje sobre el que se había de vertebrar el Programa de Estabilidad o Convergencia nacional, pasa a ser la espina dorsal del proceso presupuestario *interno* de todos los Estados Miembros. De modo conforme con el

---

<sup>184</sup> Segundo párrafo del preámbulo de la DMPN.

<sup>185</sup> La yuxtaposición de ambos criterios ha de entenderse, en el marco de una interpretación sistemática de las normas del paquete legislativo, en el sentido de que la prudencia ha de prevalecer en cualquier caso. En particular, la prudencia conduce a la formalización de la prohibición de hacer un uso procíclico de la política fiscal durante las fases de crecimiento (párrafo decimotercero del preámbulo DMPN). La referencia exclusiva a los períodos de crecimiento económico no deja de ser problemática, a la vista de las tendencias depresivas que derivan de la aplicación de las normas del Pacto de Estabilidad, antes y sobre todo después de su reforma.

desdoblamiento del OPMP tras la reforma, el OPMP nacional habrá de fijar un objetivo de déficit, pero también uno de deuda. Y para ello se dará cuenta de las principales partidas de ingreso y gasto, con especificación de los niveles de gobierno en los que se producirán, así como de las principales políticas fiscales y su impacto en la sostenibilidad a largo plazo de las finanzas públicas (DMPN Art. 8 en relación con párrafo 15a del Preámbulo).

De ello se deriva, en tercer lugar, que el procedimiento presupuestario nacional tendrá un carácter plurianual, en lugar del tradicional y clásico anual. La Directiva es explícita al afirmar que tanto las reglas fiscales (ex Art. 7 DMPN) como el OPMP (ex. Art.9 DMPN) limitan la discrecionalidad del legislador al elaborar el presupuesto anual. Ello implica un cambio importante (aunque en muchos casos ya operado o en fase de consolidación en los ciclos presupuestarios de los Estados Miembros), al trasladar el centro de gravedad del proceso presupuestario de la ley de Presupuestos a las normas que fijan el marco presupuestario plurianual.

*Limitación de la libertad de configuración de las relaciones entre gobierno central y gobiernos regionales y locales*

**§130.** La Directiva trasciende la tradicional (aunque materialmente mermada) libertad de configuración constitucional interna de los Estados Miembros al exigir que se establezcan y mantengan mecanismos de coordinación fiscal entre los distintos niveles de gobierno (o traducido a nuestra terminología constitucional, entre Estado, Comunidades Autónomas, Diputaciones y Ayuntamientos), y que existan cauces institucionales y procedimentales que aseguren que el sector público para-estatal no elude el marco presupuestario (preámbulo párrafos 17 y 18, Artículo 11 y 12.1 DMPN).

bb) Procedimiento Europeo

**§131.** Los procedimientos fiscales y macroeconómicos europeos se aglutinan en el denominado Semestre Europeo. Como suele ser el caso en el derecho constitucional europeo, la regulación de este procedimiento (artículo 2a del Reglamento 1466/97 tras la reforma y Artículo 1.2 RPDM) es posterior a su desarrollo experimental (aunque en este caso, media escaso tiempo entre puesta en práctica y codificación, pues el Semestre Europeo sólo ha sido experimentado, como es sabido, en este ejercicio de 2011).

**§132.** Tres son las grandes novedades que implica el Semestre Europeo.

En primer lugar, y como ya queda dicho, todos los procedimientos supranacionales de naturaleza fiscal y macroeconómica han de desarrollarse ahora bajo el “paraguas” de este procedimiento. Así, el Semestre Europeo arranca con la fijación de pautas supranacionales (las orientaciones generales de política económica y las orientaciones de política de empleo), prosigue con la presentación de los programas nacionales de estabilidad y convergencia, continúa con la evaluación por parte de la Comisión y del Consejo, atendiendo a criterios macroeconómicos, de estabilidad presupuestaria y de crecimiento económico y concluye con la vigilancia de la ejecución de los planes de estabilidad y convergencia.

En segundo lugar, refuerza de tal modo la coordinación de las políticas fiscales y de manejo macroeconómico en manos de los Estados Miembros que en buena medida convierte esta coordinación en un ejercicio de vigilancia *ex ante*. Y ello no solo porque el semestre europeo

antecede al proceso presupuestario nacional, sino porque los programas de estabilidad y convergencia se convierten en antecedente necesario del presupuesto nacional (según el artículo 2a bis del nuevo Reglamento 1466/97, el procedimiento presupuestario nacional debe iniciarse habiendo ya sometido la propuesta que el gobierno lleve ante su parlamento a la opinión de Comisión y Consejo; de igual forma, pasa a ser obligatorio que el presupuesto nacional contenga el objetivo presupuestario a medio plazo). Además, y como ya queda dicho, el centro de gravedad del proceso presupuestario nacional se desplaza desde la ley de presupuestos anual al marco presupuestario plurinacional, a su vez sujeto expresamente a las reglas fiscales y al objetivo presupuestario plurinacional.

En tercer lugar, el poder de control de la Comisión Europea (y el de la BCE, cuando menos en lo que respecta a los estados de la eurozona) se ve enormemente reforzado en este proceso de coordinación presupuestaria. Y ello en tanto que el Semestre Europeo opera en la sombra de mayoría cualificada inversa prevista para la aplicación de sanciones a los estados de la zona euro (mayoría que aumenta exponencialmente el poder de la Comisión) y de los nuevos poderes de vigilancia e inspección in situ asignados a la Comisión (y a la BCE por lo que respecta a los estados de la eurozona). Como habrá lugar de comentar al considerar las consecuencias institucionales de esta reforma, este apoderamiento de la Comisión y consiguiente desapoderamiento de los gobiernos y parlamentos nacionales sólo se ve contrarrestado por la previsión de un “diálogo político” en la comisión competente en el Parlamento Europeo,<sup>186</sup> dialogo que si bien ha de producirse con carácter previo a la adopción de las decisiones determinantes en el Semestre Europeo y a las decisiones de vigilancia y de aplicación de sanciones, no asigna competencias específicas y poderes reales al Parlamento Europeo.

#### f) Coordinación, Supervisión, Vigilancia y Sanción

**§133.** La estructura original del Pacto de Estabilidad (con la distinción entre un Reglamento 1466/97 en el que se describen los procedimientos preventivos de coordinación y supervisión presupuestaria; y un Reglamento 1467/97 en el que se da cuenta de los procedimientos correctivos de vigilancia y sanción) explica en buena medida porque es habitual distinguir entre los dos brazos (preventivo y correctivo) del Pacto de Estabilidad. Amén de que cabe dudar de que esta distinción fuera tan neta en el diseño original del pacto, lo cierto es que una de las consecuencias de la reforma es diluir la misma. Y ello no sólo porque el hecho de “adelantar” el uso de las sanciones diluye la distinción (se prevé ahora que la reiterada no adopción de medidas en el procedimiento de alerta temprana presupuestaria o macroeconómica resulte en la obligación de constituir un depósito sin intereses), sino porque la modificación del procedimiento sancionatorio para los países de la zona euro (con el cambio de la minoría cualificada a la minoría cualificada inversa) alterará el equilibrio institucional tanto en el brazo preventivo como en el correctivo. Es por ello que en este subapartado se describen al lector de forma secuencial los procedimientos de coordinación (en los que se toman las decisiones fundamentales de la política macroeconómica y fiscal), supervisión (en los que las instituciones comunitarias hacen un seguimiento de la ejecución de la política macroeconómica y fiscal), vigilancia (en los que las instituciones supranacionales controlan de forma estrecha la evolución fiscal y macroeconómica de un país, en la medida en

---

<sup>186</sup> Cf. nuevo Reglamento 1466/97, art. 2ab1, 2ab3, RPDM, artículo 2a. 11 quater) 1 bis .

la que estiman que hay un riesgo de desequilibrios presupuestarios o macroeconómicos, o de un aumento insostenible de la deuda) y sanción (en los que la falta de acción o la acción insuficiente de Estados Miembros que incurren en desequilibrios o cuya deuda avanza hacia la insostenibilidad es grave y merecedora de una sanción). Se distingue entre los procedimientos atinentes a (1) la evolución del déficit y la deuda y (2) la estabilidad macroeconómica. Finalmente se da cuenta del nuevo procedimiento de sanción en caso de tergiversación de los datos presupuestarios o estadísticos.

aa) Equilibrio presupuestario y sostenibilidad de la deuda

**§134.** La supervisión y control de la política presupuestaria de los Estados Miembros se sigue articulando en torno a los tres procedimientos característicos del Pacto de Estabilidad y Crecimiento: (1) la coordinación fiscal, mediante la elaboración y escrutinio de los planes de estabilidad o convergencia, que ahora se realiza conjuntamente con todos los instrumentos fiscales y macroeconómicos relevantes en el marco del Semestre Europeo; (2) supervisión fiscal mediante el control de la ejecución presupuestaria, que puede conducir a la apertura de un procedimiento de alerta temprana; (3) vigilancia y sanción fiscal, mediante la vigilancia reforzada de los estados cuyo déficit o deuda superen los niveles de referencia, en el marco del procedimiento de déficit excesivo.

**§135.** Los cambios fundamentales que operan los nuevos Reglamentos consisten en hacer explícitos y detallar los criterios de los que ha de valerse la Comisión a la hora de evaluar los planes nacionales; reforzar el papel que desempeñan Comisión y Banco Central, especialmente en lo que concierne a los Estados de la zona euro; recalibrar las sanciones que son de aplicación a los Estados Miembros de la zona euro.

*Coordinación: Supervisión de los planes de estabilidad o convergencia*

**§136.** El estudio y valoración del Plan de Estabilidad o Convergencia se ha convertido ahora un estadio fundamental del Semestre Europeo. El Consejo, considerando el preceptivo informe previo de la Comisión, debe evaluar cada uno de los planes nacionales de estabilidad o crecimiento, de forma conjunta con los restantes documentos macroeconómicos y fiscales relevantes (plan de reformas, cifras del *scoreboard* de equilibrio macroeconómico y determinar la medida en que se ajustan a las orientaciones supranacionales decididas al inicio del Semestre Europeo y a los criterios sustantivos descritos en las secciones anteriores (§).<sup>187</sup>

**§137.** Amén de la recaracterización de este proceso de coordinación como parte del Semestre Europeo, la reforma aporta un mayor grado de detalle a los criterios que han de emplear Consejo y Comisión para evaluar la idoneidad de los planes de estabilidad o convergencia.

Como ya tuvimos ocasión de indicar en §119, es fundamental, como ya lo era con anterioridad, el análisis del objetivo presupuestario a medio plazo y, en caso de que ese objetivo no haya sido alcanzado aún, de la trayectoria presupuestaria que se propone para alcanzarlo. La reforma añade (o quizá habría que decir recupera o rescata) la consideración de la deuda pública, en los términos a los que también me he referido (§121). La mayor densidad normativa de estos indicadores resulta de la fijación de pautas específicas de evaluación de los mismos; en concreto, las siguientes:

---

<sup>187</sup> Artículos 5.1 y 9.1 del Reglamento 1466/97 tras la reforma.

a) la trayectoria adecuada “estándar” de ajuste al OPMP sigue siendo la reducción del déficit en medio punto porcentual del PIB al año; sin embargo, si la deuda pública supera el valor de referencia del 60% del PIB, el plan de estabilidad o convergencia tiene que ser más ambicioso y encaminarse a lograr una reducción más rápida del déficit (como ya vimos en §).

b) sin embargo, la valoración tiene que ser general y de conjunto, y más específicamente, ha de considerarse no sólo (como hasta ahora era el caso) si los planes nacionales redundan en la coordinación más estrecha de las políticas fiscales entre los Estados Miembros, sino el plan conduce a una “convergencia real y sostenida” del país con los restantes miembros de la zona euro/o de la Unión Europea.<sup>188</sup> Esta referencia refleja la experiencia traumática de la primera década de integración monetaria, en la que la convergencia nominal ocultó la agravación de las divergencias entre el “núcleo duro” y la “periferia” de la zona euro. De ahí que en buena medida varios de los indicadores que formarán parte del “scoreboard” del procedimiento de control, prevención y corrección de desequilibrios macroeconómicos hayan de ser objeto de consideración por parte de Comisión y Consejo al evaluar los planes nacionales de estabilidad y convergencia. Así, será relevante la consideración del saldo estructural, incluyendo las medidas de gasto estructurales, la trayectoria del gasto público, y como ya lo era con anterioridad, el impacto presupuestario de las grandes reformas estructurales.

c) se hace explícita la relevancia de dos nuevas “circunstancias económicas excepcionales” en caso de que provoquen desequilibrios presupuestarios temporales (el acontecimiento inusitado que escapa al control del Estado y que tiene una importante incidencia presupuestaria y la crisis grave en la zona euro o en la Unión Europea en su conjunto) a la hora de evaluar los propios planes de estabilidad o convergencia.

**§138.** Como ya era el caso, si el Consejo concluye que los planes de estabilidad o convergencia son inadecuados,<sup>189</sup> se requerirá al Estado para que modifique su programa.

#### *Supervisión: Procedimiento de Alerta Temprana de Desviación Presupuestaria Significativa*

**§139.** Una vez aprobados los planes de estabilidad o convergencia, Comisión y Consejo han de vigilar la ejecución presupuestaria, y en general, la evolución de las finanzas públicas de los Estados Miembros. Los artículos 6.1 y 10.1 del Reglamento 1466/97 siguen considerando como parámetros fundamentales las desviaciones efectivas o previsibles respecto del objetivo presupuestario a medio plazo y/o de la trayectoria de ajuste al mismo.<sup>190</sup>

**§140.** En caso de que la Comisión estime que se ha producido una desviación significativa, deberá dirigir una advertencia al Estado Miembro (advertencia que es la alerta temprana en sí misma).<sup>191</sup> El Consejo tiene entonces un plazo de un mes para aprobar una Recomendación incluyendo las medidas de ajuste necesarias que ha de aprobar el Estado afectado por la desviación presupuestaria significativa. La Recomendación tiene que dar un plazo de cinco

---

<sup>188</sup> Artículos 5.1 y 9.1 del Reglamento 1466/97 tras la reforma.

<sup>189</sup> Artículos 5.2 y 9.2 del Reglamento 1466/97 tras la reforma.

<sup>190</sup> Quizá no hubiera sido redundante, a la vista de la decisión de “recuperar” la deuda como criterio fundamental, haber previsto que un crecimiento súbito de la deuda o una desviación de la trayectoria de reducción de la misma pudiesen generar una alerta temprana (de la misma manera que la pérdida de sostenibilidad de la deuda puede generar la apertura de un procedimiento de déficit excesivo). Pero el caso es que no se ha procedido de tal modo.

<sup>191</sup> Art 6.2 del Reglamento 1466/97 tras la reforma, que desarrolla el Artículo 121.4 TFUE.

meses (tres si la situación es urgentísima) para que tales medidas sean adoptadas.<sup>192</sup> El Estado tiene la obligación de dar cuenta al Consejo de las medidas que adopte a resultados de la advertencia y la recomendación.<sup>193</sup>

**§141.** En caso de que el Estado no adopte tales medidas, la Comisión recomendará al Consejo que apruebe una Decisión en la que se deje constancia de que el Estado no ha adoptado medidas (al tiempo que la Comisión puede proponer alterar las medidas que se recomienda adoptar a ese estado). En primera votación, el Consejo decide sobre la propuesta de la Comisión por mayoría cualificada. Si no hay una mayoría cualificada de Estados Miembros dispuestos a aprobar la propuesta de recomendación de la Comisión, el Estado Miembro tiene de hecho otro mes para tomar medidas que permiten corregir el desvío presupuestario. Transcurrido ese mes, la Comisión puede volver a reiterar su propuesta. En esta segunda votación bastará con que no se oponga a la recomendación una mayoría cualificada de Estados Miembros.<sup>194</sup>

**§142.** Si la Recomendación que establece la no adopción de medidas afecta a un Estado de la Eurozona, la Comisión debe recomendar la constitución de un depósito con intereses. El Consejo aprobará por mayoría cualificada inversa. (Artículo 3.1 del Reglamento de Ejecución). El depósito será equivalente al 0.2% del PIB del año anterior (Artículo 3.2 del Reglamento de Ejecución), salvo que se tenga en cuenta una solicitud motivada del Estado Miembro requiriendo una reducción de esta cuantía (Artículo 3.3 del Reglamento de Ejecución). El Estado afectado sólo podrá recobrar el importe del depósito (junto con los intereses) una vez que el Consejo constate por mayoría cualificada que la situación de desviación presupuestaria ha cesado (Artículo 5 del Reglamento de Ejecución).

#### *Vigilancia y Sanción: Procedimiento de Déficit Excesivo*

**§143.** Una vez que los desequilibrios presupuestarios o el crecimiento de la deuda conducen a que un Estado supere los valores de referencia (3% del PIB de déficit anual, 60% del PIB de deuda), la Comisión ha de elaborar un informe para determinar si ha de iniciarse o no un procedimiento de déficit excesivo.<sup>195</sup> Como ya queda dicho, de este modo la deuda se convierte en un criterio autónomo que puede generar la apertura de un procedimiento de déficit excesivo.

**§144.** Sigue siendo el caso que el juicio de la Comisión haya de sustentarse en una valoración global y equilibrada de las circunstancias fiscales y macroeconómicas del Estado Miembro.<sup>196</sup> Sin embargo, la discrecionalidad de la Comisión queda claramente enmarcada en la medida en la que no sólo se enumeran de forma expresa los criterios que ha de considerar la Comisión (véase Tabla 1),<sup>197</sup> criterios muchos de ellos relevantes a la hora de determinar la existencia de desequilibrios macroeconómicos, y por tanto bien conocidos por la Comisión, sino que se excluye que los mismos puedan llevar a concluir que no haya de abrirse un procedimiento de déficit excesivo si el estado supera el valor de referencia del 60% de la

---

<sup>192</sup> Artículo 6.2 del Reglamento 1466/97 tras la reforma, segundo párrafo.

<sup>193</sup> Artículo 6.2 del Reglamento 1466/97 tras la reforma, tercer párrafo.

<sup>194</sup> Artículo 6.2 del Reglamento 1466/97 tras la reforma, cuarto y quinto párrafos.

<sup>195</sup> Artículos 2.1 y 2.1 bis del Reglamento 1467/97 tras la reforma.

<sup>196</sup> Artículo 2.4 del Reglamento 1467/97 tras la reforma.

<sup>197</sup> Artículo 2.3 del Reglamento 1467/97 tras la reforma.

deuda pública. Y por lo que respecta a los estados de la eurozona, el hecho de que el Estado en cuestión haya sido obligado a constituir un depósito habrá de ser considerada como una razón de peso para abrir el procedimiento de déficit excesivo.<sup>198</sup>

#### TABLA 1 APROXIMADAMENTE AQUÍ

**§145.** Tras la publicación del Informe de la Comisión y antes de la Decisión del Consejo se produzca un debate ante la comisión competente del Parlamento Europeo. Como es el caso con todos los “diálogos políticos” que el Parlamento ha conseguido insertar en las distintas medidas del paquete legislativo, los principales actores institucionales europeos han de comparecer ante el Parlamento, mientras que la participación de los gobiernos de los Estados Miembros es voluntaria.<sup>199</sup>

**§146.** Como viene siendo el caso tras la reforma de 2005, en la que se amplió el plazo, el Consejo dispone entonces de cuatro meses (tres si la situación es muy grave) para decidir por mayoría cualificada la aprobación de una decisión en la que se establezca la existencia de un déficit excesivo y se inste al Estado Miembro que incurre en tal circunstancia a adoptar las medidas pertinentes en un plazo de seis meses, de modo que haya podido corregir el déficit excesivo en el plazo de un año.<sup>200</sup> La principal novedad en este “paso” del procedimiento consiste en la previsión de que si son los estados de la zona euro los destinatarios de una recomendación que establezca la existencia de un déficit excesivo, el Consejo deberá decidir por mayoría cualificada inversa la constitución de un depósito sin intereses.<sup>201</sup>

**§147.** El Estado Miembro al que se dirija la recomendación de apertura de procedimiento de déficit excesivo habrá de elaborar un informe en el que se detallen las medidas adoptadas, los objetivos presupuestarios y/o de deuda que pretenda alcanzar mediante ellas y el modo y manera en que se va a conseguir restablecer la estabilidad presupuestaria.<sup>202</sup>

**§148.** Si las medidas adoptadas por el Estado se juzgan adecuadas y suficientes, corresponde la suspensión del procedimiento de déficit excesivo.<sup>203</sup> En tal caso, la Comisión evacuará un informe en el que se constate que las reformas son suficientes, a condición, claro está, de que se apliquen adecuadamente.<sup>204</sup> Ello podrá combinarse con la derogación de las sanciones cuando los avances presupuestarios así lo justifiquen.<sup>205</sup> Eventualmente, se procederá al levantamiento de las sanciones una vez que haya razones para considerar que el desequilibrio excesivo o el endeudamiento excesivo han sido superados de forma definitiva.<sup>206</sup>

---

<sup>198</sup> Artículo 4.1 REESP.

<sup>199</sup> Artículo 2 bis del Reglamento 1467/97 tras la reforma.

<sup>200</sup> Artículo 3.2 y 3.4 del Reglamento 1467/97 tras la reforma. En atención a la valoración que se haga de las circunstancias mencionadas en el artículo 2.3 del mismo Reglamento (y sistematizadas en la Tabla 1 de este trabajo), podrá decidirse que el plazo para corregir el déficit excesivo sea de un año más, de conformidad con el Artículo 3.5 del Reglamento 1467/97.

<sup>201</sup> Artículo 4.1 del REESP. Por la cuantía estándar del 0.2% del PIB.

<sup>202</sup> Artículo 3.4 bis del Reglamento 1467/97 (de forma paralela al Artículo 5.2).

<sup>203</sup> Artículo 9.1 del Reglamento 1467/97.

<sup>204</sup> Artículo 9.3 del Reglamento 1467/97.

<sup>205</sup> Artículo 14 del Reglamento 1467/97.

<sup>206</sup> Artículo 15 del Reglamento 1467/97.



**§149.** Si, por el contrario, el estado al que se ha declarado en situación de déficit excesivo no toma medidas o las que toma se consideran insuficientes, el Consejo deberá aprobar por mayoría cualificada una nueva Recomendación dejando constancia de que tal es el caso.<sup>207</sup> Deberá darse traslado de esta decisión al Consejo Europeo.<sup>208</sup> En el caso de los estados que forman parte de la eurozona, la Comisión podrá proponer la conversión del depósito sin intereses en multa, y el Consejo votará, entendiéndose el agravamiento de la sanción aceptado salvo que a ello se oponga una mayoría cualificada de estados.<sup>209</sup> Transcurridos dos meses, el Consejo deberá aprobar una recomendación por mayoría cualificada requiriendo la adopción de nuevas medidas<sup>210</sup> y eventualmente el agravamiento de las sanciones.<sup>211</sup> En tales casos, el Estado Miembro estará obligado a emitir un nuevo informe detallando medidas, objetivos presupuestarios y modo en que ello va a contribuir a hacer efectivas las recomendaciones del Consejo.<sup>212</sup>

**§150.** La Comisión mantendrá la vigilancia hasta que se suspenda o eventualmente se ponga fin al procedimiento de déficit excesivo.<sup>213</sup>

#### bb) Estabilidad Macroeconómica

*Coordinación: Presentación de la previsión de variables macroeconómicas en los planes de estabilidad y convergencia e informe de la Comisión con sus propias previsiones*

**§151.** Los Estados Miembros han de incluir en sus planes de estabilidad y convergencia sus previsiones acerca de la evolución de los indicadores macroeconómicos incluidos en el cuadro de indicadores macroeconómicos.<sup>214</sup>

**§152.** Por su parte, la Comisión ha de elaborar un informe anual haciendo su propia previsión acerca de los susodichos indicadores.<sup>215</sup> A los datos cuantitativos deberá acompañar un análisis cualitativo, en el que los datos de cada Estado se “contextualicen”, y se comparen con los del conjunto de la Unión Europea.<sup>216</sup> El informe tiene que contener una valoración provisional acerca de los Estados que a juicio de los datos cuantitativos y cualitativos estén (o estén en riesgo de estar) afectados por desequilibrios macroeconómicos.<sup>217</sup> El Consejo tiene que discutir, y eventualmente pronunciarse sobre este informe.<sup>218</sup>

*Supervisión: Análisis Exhaustivo que conduce a determina si la economía de un Estado Miembro está desequilibrada desde una perspectiva macroeconómica*

**§153.** La fase de supervisión de la estabilidad macroeconómica consiste en el análisis exhaustivo del equilibrio macroeconómico de un Estado Miembro por parte de la Comisión y

---

<sup>207</sup> Artículo 4.1 del Reglamento 1467/97.

<sup>208</sup> Artículo 4.2 del Reglamento 1467/97.

<sup>209</sup> Artículo 5.1 REESP.

<sup>210</sup> Artículo 5.1. del Reglamento 1467/97.

<sup>211</sup> Artículo 12 del Reglamento 1467/97.

<sup>212</sup> Artículos 5.1 bis y 6.1 del Reglamento 1467/97.

<sup>213</sup> Artículo 12.2 del Reglamento 1467/97.

<sup>214</sup> Artículo 3 del Reglamento 1466/97.

<sup>215</sup> Artículo 3.1 RPDM.

<sup>216</sup> Artículo 3.2 RPDM.

<sup>217</sup> Artículo 3.3 RPDM.

<sup>218</sup> Artículo 3.4 RPDM.

en la eventual apertura de un procedimiento de prevención de desequilibrios macroeconómicos excesivos.

**§154.** La Comisión ha de realizar un análisis exhaustivo de las circunstancias macroeconómicas no sólo de (1) aquellos estados que sufran desequilibrios macroeconómicos o corran el riesgo de sufrirlos de acuerdo con el Informe Anual al que acaba de hacerse mención; sino también respecto de (2) aquellos otros que se vean afectados por una evolución inesperada y significativa de sus condiciones económicas.<sup>219</sup> Ese análisis exhaustivo tendrá en cuenta tanto la situación de la economía del Estado Miembro (desde su “posición de partida” a sus idiosincrasias en lo que concierne a las relaciones laborales y al modelo de diálogo social, pasando por el escrutinio de una amplia gama de variables económicas y financieras; y sin olvidar los datos relevantes que aporte el propio Estado, las recomendaciones macroeconómicas y fiscales que en los procesos de supervisión hayan podido ser dirigidas al Estado (incluidas las emitidas por la Junta de Supervisión de Riesgos Sistémicos, o las intenciones en materia de política económica reflejadas en los programas de estabilidad y convergencia), los datos atinentes a la imbricación del Estado en el conjunto de la economía europea en general, y de la zona euro en particular (lazos económicos y financieros del Estado Miembro, efectos indirectos sobre otros Estados de las políticas económicas nacionales).<sup>220</sup> El análisis exhaustivo permitirá a la Comisión determinar si la economía del Estado Miembro en cuestión está o no afectada por desequilibrios macroeconómicos, y cuál es la naturaleza de los mismos, en particular, si son excesivos.<sup>221</sup>

**§155.** Si del análisis exhaustivo se deriva que el Estado presenta desequilibrios macroeconómicos, pero estos no son excesivos, la Comisión habrá de dirigir al Consejo una propuesta de recomendación determinando que tal es el caso y refiriendo las medidas que a su juicio es pertinente adoptar<sup>222</sup> mostrándose respetuoso con el papel que corresponde a los interlocutores sociales de conformidad con el 152 TFUE, especialmente el derecho a la negociación y acción colectivas. En el caso de que el desequilibrio persista, las medidas que se recomendarán al Estado Miembro serán revisadas anualmente.

#### *Vigilancia y Sanción: Corrección de Desequilibrios Excesivos*

**§156.** Si del análisis exhaustivo llevado a cabo en la fase de supervisión se deriva que el Estado presenta desequilibrios macroeconómicos excesivos, la Comisión tiene que informar al Parlamento, a las autoridades de supervisión financiera y a la Junta de Supervisión de Riesgos Sistémicos),<sup>223</sup> y a continuación proponer un proyecto de recomendación al Consejo, especificando (1) la naturaleza e implicaciones del desequilibrio; (2) las recomendaciones que hayan de hacerse al Estado cuya economía está afectada por este desequilibrio; (3) el plazo para adoptar las mismas y corregir el desequilibrio. El Consejo emite una recomendación en la que se establece la existencia del desequilibrio excesivo.<sup>224</sup>

---

<sup>219</sup> Artículo 3.4 RPDM.

<sup>220</sup> Artículo 5.2 RPDM.

<sup>221</sup> Artículo 5.3 RPDM.

<sup>222</sup> Artículo 6.1 RPDM, el cual constituye una peculiar aplicación del artículo 121.1 TFUE, que hace referencia a recomendaciones relacionadas con las orientaciones generales de política económica.

<sup>223</sup> Artículo 7.1 RPDM.

<sup>224</sup> Artículo 7.2 RPDM.

**§157.** En el plazo fijado, el Estado Miembro tiene que producir un Plan de Medidas Correctoras ajustado a las recomendaciones del Consejo, al tiempo que respetuoso con las orientaciones generales de política económica y con las orientaciones generales en política de empleo.<sup>225</sup> El plan tiene que detallar las medidas que se van a adoptar y el plazo en el que se va a corregir el desequilibrio,<sup>226</sup> teniendo en cuenta, como se reconoce en el 8.2 que la política estatal incide en el marco macroeconómico a través de determinados y específicos canales de transmisión y con un “lag” considerable.<sup>227</sup>

**§158.** En un plazo de dos meses desde la presentación del Plan de Corrección, el Consejo, sobre la base de las recomendaciones de la Comisión, tiene que revisar el plan. O bien lo respalda en lo atinente a medidas y plazos,<sup>228</sup> o bien plantea objeciones y requiere la presentación de un nuevo plan,<sup>229</sup> que sería entonces revisado de nuevo por Comisión y Consejo. En el caso de los Estados Miembros del Euro, dos recomendaciones del Consejo solicitando enmiendas del plan corrector dan pie a la imposición de una multa del 0,1% PIB del Estado Miembro, que se decide por la regla de mayoría cualificada inversa.<sup>230</sup>

De igual modo, si se producen cambios económicos significativos, es necesario que el Estado Miembro elabore un nuevo plan que tenga en cuenta los mismos.<sup>231</sup>

**§159.** La supervisión de la implementación del Plan de Corrección corresponde a la Comisión (en el caso de los Estados de la Eurozona y del MTC II, a la Comisión y a la Banca Central). La Comisión (eventualmente acompañada de la BCE) puede además realiza además misiones de supervisión reforzada *in situ*, involucrando a los interlocutores sociales.<sup>232</sup>

**§160.** La Comisión emite un informe en el que determina si las medidas se han tomado o no, y si se corresponden con las sugeridas en la recomendación del Consejo.<sup>233</sup> En caso afirmativo, el proceso de desequilibrio macroeconómico excesivo se mantiene en suspenso<sup>234</sup> hasta que la situación de desequilibrio haya sido superada.<sup>235</sup> En caso negativo, la Comisión ha de proponer al Consejo una resolución estableciendo el incumplimiento, y dando un nuevo plazo para el cumplimiento. La recomendación de la Comisión se da por aprobada salvo que una mayoría cualificada de Estados Miembros se oponga a ella. En el caso de los Estados que no son miembros de la zona euro, el Consejo publicará las conclusiones de las misiones de supervisión de la Comisión.<sup>236</sup> En el caso de los estados de la zona euro, se impondrá una

---

<sup>225</sup> Artículo 8.1 RPDM.

<sup>226</sup> Ibid.

<sup>227</sup> Artículo 8.2 RPDM. Ese “lag”, como es sabido, ha generado un amplio debate en las últimas décadas acerca del carácter superfluo o no de la política macroeconómica en su conjunto. A estas alturas de la crisis, resulta evidente tanto que la política macroeconómica no funciona necesariamente de forma automática cuanto que es (de nuevo) obvio que sea absurdo que la mejor política macroeconómica sea la inexistente. Sobre el (inevitable) retorno a Keynes, léase Robert Skidelsky, *The Return of the Master*, Harmondsworth: Penguin, 2009.

<sup>228</sup> Artículo 8.2 RPDM.

<sup>229</sup> Artículo 8.2 bis RPDM.

<sup>230</sup> Artículo RMEDM 3.1bis en conjunción con 3.2.

<sup>231</sup> Artículo RPDM 8.4.

<sup>232</sup> Artículo RPDM 8.4.

<sup>233</sup> Artículo RPDM 10.1.

<sup>234</sup> Artículo RPDM 10.5.

<sup>235</sup> Artículo RPDM 11.

<sup>236</sup> Artículo RPDM 10.4.

sanción consistente en un depósito que devengará intereses del 0.1% PIB.<sup>237</sup> Si el incumplimiento persiste en una segunda ocasión, el depósito sin intereses se convertirá en multa.<sup>238</sup>

cc) Integridad de los datos estadísticos y presupuestarios

**§161.** El artículo 6 bis del REESP prevé que la Comisión investigue la existencia de una tergiversación dolosa o negligente de los datos relativos a déficit y deuda. Aunque el Reglamento remite la regulación detallada del procedimiento y sanciones a la propia Comisión, se establece que en todo caso la Comisión habrá de requerir información a los Estados Miembros a los que investigue, podrá realizar inspecciones *in situ*, tendrá acceso a las cuentas de los organismos públicos (todas las administraciones públicas estatal, regional, local y paraestatal) (6 bis.3) y que la sanción habrá de ser eficaz, disuasoria y proporcional a la naturaleza, seriedad y entidad de la tergiversación, y en ningún caso superior al 0.2%.

**§162.** Por su parte, el Artículo 4.1 DMPN determina que la Comisión realizará y publicará previsiones acerca de las principales magnitudes relevantes para la elaboración de los presupuestos nacionales; el artículo 4.3 DMPN obliga a los Estados Miembros a mantener un diálogo con la Comisión sobre esta materia. Por su parte, en la nueva redacción dada al Reglamento 1466/97 se indica que las previsiones deberán o bien ajustarse a las de la Comisión o bien el Estado Miembro habrá de explicar porque esto no sea así. A su vez, el artículo 4.4 DMPN determina que en caso de que las previsiones presupuestarias sean erradas en cuatro ejercicios presupuestarios, el Estado Miembro será llamado al orden y se le exigirá que actúe para que no vuelva producirse el error.

g) Cambios en la estructura institucional

**§163.** El paquete de reforma de la gobernanza económica de la Unión Europea opera cuatro tipos de cambios institucionales. En primer lugar, altera el equilibrio institucional supranacional, al reforzar los poderes y competencias de la Comisión Europea y de la Banca Central en detrimento de los del Consejo y del Parlamento Europeo, al tiempo que da pie al desarrollo de estructuras institucionales propias de la eurozona. En segundo lugar, altera las relaciones institucionales entre el nivel supranacional y el nacional, al reforzar el papel de Comisión y Banca Central frente a gobiernos y parlamentos nacionales. En tercer lugar, fuerza eventuales cambios en la configuración constitucional interna de los Estados Miembros, al exigir que el gobierno central tenga poderes de vigilancia y disciplina presupuestaria respecto de los restantes niveles de gobierno; y de forma quizá menos trascendente, hace necesaria la existencia de tribunales de cuentas y consejos fiscales incluso en aquellos estados en los que instituciones semejantes no existan.

**§164.** De la asignación de poderes reforzados de vigilancia e inspección a la Comisión, incluida la potestad de realizar inspecciones *in situ*, y de la sujeción de las decisiones disciplinarias y sancionatorias (en lo que concierne a los estados de la eurozona) a un procedimiento de decisión por mayoría cualificada inversa en el que la Comisión tiene la iniciativa se deriva un refuerzo considerable de los poderes de la misma. Poderes que también

---

<sup>237</sup> Artículo RPDM 3.1 en conjunción con 3.2.

<sup>238</sup> Artículo RPDM 3.1 bis.

acrecienta la decisión de que sea la Comisión la que fije los indicadores relevantes del cuadro mediante referencia al cual se determine el equilibrio macroeconómico de cada estado (Artículo 4 del RPDM); y la delegación legislativa a la Comisión en lo que atañe al marco normativo de aplicación cuando un Estado Miembro de la Eurozona tergiversare dolosamente o a causa de la negligencia de sus autoridades las estadísticas públicas.<sup>239</sup> La Banca Central también ve formalmente acrecentados su influencia en sus relaciones con los países de la eurozona (y sólo con ellos, por razones obvias) al compartir los poderes de vigilancia e inspección la Comisión (Artículo X REESP). Este reforzamiento de la BCE es especialmente significativo si tenemos en cuenta que las medidas de política monetaria no estándar que ha tomado la BCE desde el inicio de la crisis han aumentado su poder (cuando menos a corto plazo, en los términos que considero en las conclusiones §). Comisión y BCE adquieren estos poderes en detrimento del Consejo (especialmente en lo que concierne al voto por minoría cualificada), al tiempo que el Parlamento Europeo sólo consigue imponer a los principales actores comunitarios la obligación de discutir ante los representantes de los ciudadanos europeos las decisiones de gran trascendencia en materia fiscal y macroeconómica.

**§165.** Pero el nuevo Pacto de Estabilidad y Crecimiento no sólo altera el equilibrio institucional supranacional, sino que también refuerza el control que el nivel supranacional ejerce sobre los nacionales, cuando menos por lo que concierne a los estados miembros de la eurozona. En tal sentido, la DMPN altera de forma notable el procedimiento presupuestario nacional, al tiempo que el REESP sujeta el ejercicio de la política fiscal y macroeconómica a una disciplina sustentada en sanciones que con el procedimiento de minoría cualificada dejan de ser meramente simbólicas. De este modo, gobierno y parlamento nacionales ven reducido su margen de discrecionalidad, y quedan sometidas a un mayor control supranacional.

**§166.** Finalmente, el nuevo Pacto de Estabilidad y Crecimiento altera, quizá profundamente en algunos casos, las relaciones entre niveles de gobierno en los estados federales o descentralizados, al hacer necesario que el gobierno central tenga un poder efecto de vigilancia y disciplina presupuestaria. Asimismo, de la DMPN se deriva la necesidad de establecer consejos fiscales (art. 4.1 DMPN) y de someter las cuentas públicas a la auditoría de un Tribunal de Cuentas que aplique los mejores estándares internacionales (preámbulo, párrafo 3 DMPN; en su defecto, sujetar las cuentas públicas a la auditoría de terceros de conformidad también, claro está, con los mejores estándares internacionales).

### C) Cambios Institucionales en la Comisión

**§167.** Consecuencia inmediata de la adquisición de nuevos poderes por la Comisión en lo que concierne al proceso de vigilancia presupuestaria (especialmente respecto a los países de la eurozona), y consecuentemente, el reforzamiento del poder de la Comisión en lo atinente al proceso presupuestario europeo en su conjunto, la Comisión ha decidido una reorganización interna que implica conceder un mayor peso en el interior de la propia Comisión al comisario para asuntos económicos (que pasa a ser vicepresidente de la Comisión).<sup>240</sup> De este modo se avanza hacia la creación de la estructura embrionaria de un ministerio de finanzas europeo, tal

---

<sup>239</sup> Artículo 6bis REESP.

<sup>240</sup> Conclusiones del Consejo Europeo de 23 de Octubre, [http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms\\_data/docs/pressdata/es/ec/125517.pdf](http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/es/ec/125517.pdf), par. 4: reforzamiento del papel del comisario de asuntos económicos. Comunicado de la Cumbre del Eurogrupo, 26 de Octubre, *supra*, fn 153, par. 28.

y como propusiera (sin ser en modo alguno el primero) el Presidente de la Banca Central en Junio de 2011.<sup>241</sup>

#### D) Robustecimiento de las estructuras institucionales de la eurozona

**§168.** El fortalecimiento de los procedimientos de coordinación y vigilancia presupuestaria tiene su traducción institucional no sólo en el reforzamiento del papel del comisario de asuntos económicos, sino en la ulterior consolidación de las estructuras institucionales específicas de la eurozona. Las cumbres del Euro, que desde Octubre de 2008 se llevan a cabo de forma experimental, adquieren ahora carácter estable y plena existencia jurídica. Esa decisión se acompaña de una doble institucionalización ulterior.<sup>242</sup> Por una parte, se crea el cargo de Presidente de la Eurozona. Con carácter provisional, ese presidente será el mismo del Consejo Europeo (Van Rompuy).<sup>243</sup> Sin embargo, se deja la puerta abierta a que el titular no tenga este doble sombrero, de modo que personas distintas ocupen el cargo de Presidente del Consejo de la Unión Europea y de la Zona Euro. Por otra parte, se crea también el cargo de Presidente del Grupo de Trabajo de la Zona Euro. El presidente deberá serlo a tiempo pleno y tener residencia en Bruselas.<sup>244</sup> A la vista de tales decisiones, dista de ser obvio qué funciones específicas correspondan al Presidente del Eurogrupo, cargo que se mantiene,<sup>245</sup> ni tampoco en qué específica relación haya de encontrarse en relación con el Presidente de la Eurozona y el Presidente del Grupo de Trabajo. En los “diez puntos sobre la gobernanza económica” anejos a la Declaración de la Cumbre sólo encontramos una vaga referencia a que se resolverán los problemas de coordinación y se establecerán líneas de responsabilidad.<sup>246</sup>

#### V. Conclusiones

**§169.** En este trabajo se ha presentado al lector un marco de interpretación de la(s) crisis europea (sección primera), al tiempo que se han descrito las decisiones puntuales y las reformas estructurales con las que se ha pretendido gobernar la(s) crisis (secciones segunda, tercera y cuarta). Procederé ahora a considerar qué efecto agregado tienen estos cambios, en particular qué modelo de unión económica y monetaria resulta de ellas. Argumentaré que existen claros indicios de un cambio de paradigma, del paso de una unión monetaria anclada en el mercado único y la gobernanza a una unión monetaria apoyada en políticas fiscales y macroeconómicas supranacionales. Sin embargo, añadiré que algunas de las reformas llevadas a cabo son contradictorias, y por ello dista de ser obvio que el modelo actual pueda evolucionar de forma coherente. Además, existe una cierta contradicción entre la trascendencia de las medidas (que es difícil eludir suponen un cambio en la constitución material) y el procedimiento seguido para llevar a cabo las mismas. Lo que plantea graves problemas de encaje constitucional y de legitimidad democrática y de encaje constitucional. De ahí que termine ocupándome de la incidencia que la crisis y el gobierno de la misma han

---

<sup>241</sup> ‘M.Trichet: “Nous avons besoin d’une federation budgétaire”, *Le Monde*, 1 Junio 2011, [http://www.lemonde.fr/economie/article/2010/05/31/trichet-au-monde-nous-avons-besoin-d-une-federation-budgetaire\\_1365339\\_3234.html](http://www.lemonde.fr/economie/article/2010/05/31/trichet-au-monde-nous-avons-besoin-d-une-federation-budgetaire_1365339_3234.html) ‘Trichet seeks EU single financial ministry’, *Financial Times*, 2 de Junio de 2011, <http://www.ft.com/cms/s/0/e0bd4e7a-8d15-11e0-815d-00144feab49a.html>.

<sup>242</sup> Conclusiones Cumbre de la Eurozona, *supra*, fn 153, anejo 1, Diez puntos sobre la gobernanza económica, apartado 1.

<sup>243</sup> *Ibid*, pár. 1.

<sup>244</sup> *Ibid*, pár. 8.

<sup>245</sup> *Ibid*, pár. 5.

<sup>246</sup> *Ibidem*.

tenido en el derecho constitucional europeo. Sostengo que el pinchazo de la burbuja de las hipotecas basura ha convertido las cuatro debilidades estructurales de la Unión Europea (modelo de crecimiento económico, elefantiasis del sistema financiero, déficits endémicos y en parte ocultos, diseño insostenible de la unión monetaria y económica) en cuatro crisis que se retroalimentan. Esas crisis, y en especial, la de la deuda pública, han roto las costuras constitucionales de la Unión Europea, en la trascendencia y ruptura del derecho constitucional europeo (tanto el supranacional como los varios nacionales). Si algo pone de relieve esa ruptura es la inconsistencia del marco constitucional previo; era, en buena medida, inevitable. No lo era tanto que la ruptura constitucional degenerase, como lo ha hecho, en crisis constitucional.

1. ¿Qué modelo de unión económica y monetaria?

**§170.** En las secciones segunda, tercera y cuarta he dado cuenta de decisiones puntuales y reformas estructurales con las que la Unión Europea ha tratado de gobernar la crisis. Consideradas en conjunto, estas reformas implican un cambio de modelo de la unión monetaria y económica. De una unión monetaria apoyada esencialmente en el mercado único (incluida la libre circulación de capitales) y los mecanismos de “gobernanza” a una unión monetaria apoyada en políticas macroeconómica y fiscal europeas.<sup>247</sup> El refuerzo de la vigilancia y sanción de las decisiones presupuestarias nacionales, la creación y progresivo robustecimiento del Fondo Europeo para la Estabilidad Financiera y la mutación del mandato del Banco Central Europeo a través del desarrollo de sus políticas monetarias *no standard*. De este modo se han transformado los mandatos de las instituciones (como el caso del Banco), se han transformado los objetivos de los procesos de toma de decisiones supranacionales (como es el caso del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, al incluirse el “brazo” macroeconómico y reforzarse los poderes de la Comisión y del Banco Central Europeo) y se han creado los rudimentos de mecanismos de redistribución de los riesgos derivados de la integración económica y monetaria (mediante el Fondo Europeo para la Estabilidad Financiera), lo que aumenta la probabilidad de que la Unión Europea se dote de una base fiscal genuinamente propia.<sup>248</sup>

**§171.** Sin embargo, esta transformación no está en modo alguno exenta de contradicciones. Algunas de ellas tan profundas que cabe albergar serias dudas acerca de la posibilidad de que

---

<sup>247</sup> Aunque se siga hablando de gobernanza económica, en realidad nos encontramos con el declive de la forma del “soft law” combinado con la técnica de implementación de la presión de los pares. La reforma sustituye el “soft law” por reglas semi-automáticas (aunque no, y esta una excepción importante, en lo que se refiere a los desequilibrios macroeconómicos), y abandona el recurso a sanciones “simbólicas”, sustituidas ahora por un catálogo más amplio de sanciones cuya aplicación o no dependerá en buena medida del celo o orientación política de la Comisión dada el apoderamiento de la misma que resulta de la inversión de la regla de mayoría cualificada. El adensamiento de los Reglamentos 1466/97 y 1467/97, y la inclusión de un nuevo pilar macroeconómico y por tanto en un reconocimiento de la capacidad del estado de manejar la economía en su conjunto (que redundará además en la fijación como objetivo de la política económica de cada estado miembro del mantenimiento de una balanza de pagos equilibrada) implica una marginal pero relevante reducción de la confianza en la capacidad de los mercados financieros de servir como guardianes de la ortodoxia financiera.

<sup>248</sup> Y que son esencialmente aranceles y exacciones agrícolas, y ni siquiera éstos plenamente al carecer la Unión de capacidades recaudatorias propias. Véase Agustín José Menéndez, ‘The purse of the polity’, en Erik Oddvar Eriksen (ed.), *Making the European Polity: reflexive integration in the EU*, Londres: Routledge, 2005, pp. 187-213.

las reformas puedan lograr que del capullo de la unión asimétrica surja la mariposa de la unión política. Considere el lector las tres siguientes.

§172. La primera concierne la tensión entre el reforzamiento de las políticas fiscales y macroeconómicas de la eurozona y la persistencia del mercado único a 27, es decir, de un mercado único que incluya estados que no son parte (y algunos de ellos sin querer llegar a ser nunca) miembros de la eurozona. Esta tensión es quizás especialmente visible por lo que respecta al diseño institucional. El reforzamiento de los poderes supranacionales en materia fiscal y macroeconómica (ni siquiera en los modestos términos decididos en el nuevo Pacto de Estabilidad y Crecimiento) encuentra un serio obstáculo en el hecho de que la composición de las instituciones supranacionales y la mecánica de los procedimientos supranacionales está pensada para asegurar la legitimidad de las decisiones “a 27”. Pero ¿es realmente legítimo que cuando lo que está en juego son los intereses de la eurozona, sobre ello puedan influir y decidir ministros, comisarios o parlamentarios europeos de estados que no son parte de la eurozona? La progresiva institucionalización de la zona euro (§) apunta claramente a la necesidad de desarrollar estructuras institucionales y procedimientos de toma de decisión autónomos. Pero a medida que ese desarrollo institucional se produzca, las instituciones comunes a los 27 se debilitarán ineludiblemente. Y mientras tanto que ese desarrollo institucional de la zona euro no alcance a Comisión y Parlamento Europeo, ese desarrollo resultará inevitablemente en el agravamiento del problema del *executive dominance*. Pero aunque menos obvia, la tensión sustantiva es quizá aún más fuerte. Si la viabilidad de la unión monetaria depende en buena medida de desarrollar políticas fiscal y macroeconómica comunes, la viabilidad de la unión monetaria exige una radical definición de que hayamos de entender por mercado común (y en buena medida, abandonar el concepto de mercado único en el sentido radical que ha venido definiéndolo, por ejemplo, el Tribunal de Justicia de la Unión Europea en su jurisprudencia. Lo inevitable de esta tensión puede observarse tanto en el nuevo brazo macroeconómico del Pacto de Estabilidad, como en la idea de riesgo sistémico en el Reglamento por el que se constituye la Junta Europea de Riesgo Sistémico o en el Pacto por el Euro Plus. De la mano de la estabilidad macroeconómica vuelve a cobrar curso legal en el discurso europeo el concepto de “cuenta corriente” y “equilibrio de la cuenta corriente”, una forma más general y abstracta de hablar de la vieja balanza de pagos. Este cambio terminológico es potencialmente enorme, en tanto que al volver a afirmar la necesidad de equilibrar la cuenta corriente, se está necesariamente poniendo en cuestión el concepto mismo de libre circulación de capitales “*erga omnes*” y con un elevado peso abstracto en boga en la jurisprudencia.<sup>249</sup> El mercado único a 27 parece exigir la libre circulación de capitales *erga omnes*; la estabilidad de la unión monetaria parece requerir la acción de los poderes públicos para alterar los flujos de capital; lo que implica, cuando menos, una concepción bien distinta de libre circulación de capitales (en especial de cuándo esté justificado limitar la libre circulación de capitales). A medida que la integración política avance (si que es lo hace), esta

---

<sup>249</sup> La mención al indicador “déficit por cuenta corriente” entre los parámetros que la Comisión podrá incluir en el *scoreboard* con el que determinar la existencia de desequilibrios macroeconómicos pone de relieve no sólo la tensión entre la integración fiscal y la idea de mercado único (especialmente si ese mercado único incluye la libre circulación de capitales *erga omnes*), sino también la complejidad del proceso de transición desde el modelo asimétrico al federal. Pues al afirmar que un déficit por cuenta corriente alto pone de relieve un desequilibrio macro-económico potencialmente problemático, se está negando que el proceso de integración haya alcanzado el punto en el que las fronteras económicas nacionales sean irrelevantes.



tensión se convertirá en una tensión entre el mantenimiento de la libre circulación de capitales a 27, o la introducción de ciertos elementos de salvaguarda entre la eurozona y los restantes miembros de la Unión Europea. Conclusiones bastante semejantes cabe derivar de la inclusión del concepto de “riesgo sistémico” en el paquete legislativo de reforma de la supervisión financiera en la Unión Europea. La idea misma de que del funcionamiento “normal” de entidades financieras que cumplen todas ellas con los requisitos microprudenciales pueda derivarse un riesgo existencial para el mercado común mismo implica abandonar la presunción de la capacidad de los mercados financieros de autorregularse y auto-estabilizarse. Y recuperar la confianza en la necesidad de que si tales riesgos sistémicos se detectan, la acción de las autoridades públicas moldee y curve la fuerza de los mercados financieros en la dirección correcta. Por lo que concierne al Pacto por el Euro Plus, la armonización fiscal es todavía una adición final, que tal pareciera fue incluida en el último momento o en *fit of absent-mindedness*.<sup>250</sup> Pero toda solución estable de la crisis de la eurozona llevará a plantearse la necesidad de una política fiscal común, lo que conducirá no sólo a crear recursos genuinamente supranacionales, como ya queda dicho, sino a que se proteja la capacidad recaudatoria de los Estados Miembros. Pero para lograr tales objetivos, es ineludible replantearse qué haya de entenderse por libre circulación de capitales, y muy probablemente, a modular esa libertad de forma distinta en el interior de la eurozona y fuera de ella.

**§173.** La segunda tensión está estrechamente relacionada con la relación que media entre las distintas piezas que se han añadido a la constitución fiscal de la eurozona, y muy especialmente, entre el reforzamiento de los mecanismos de vigilancia y sanción del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (especialmente el procedimiento de toma de decisiones acerca de las sanciones) y la institucionalización y robustecimiento del embrión de Fondo Monetario Europeo, que es el Fondo Europeo para la Estabilidad Financiera. En términos generales, cabe albergar serias dudas sobre la posibilidad de resolver crisis fiscal alguna mediante la aplicación de sanciones al estado cuya estabilidad presupuestaria se encuentre alterada por un déficit excesivo.<sup>251</sup> Salvo en circunstancias excepcionales, los déficits excesivos son el resultado de una crisis económica de uno u otro tipo. Imponer una sanción a un país cuya economía atraviesa dificultades sólo podrá resultar en el agravamiento de esas dificultades (no sólo por el efecto inmediato de la sanción, sino a causa de las consecuencias que ella tendrá sobre la “credibilidad” del país y sobre las expectativas de los que en él inviertan y trabajen). Dado que la integración monetaria se apoya en una integración económica especialmente intensa en forma de mercado único, toda sanción afecta, aunque sea modestamente, a todos los estados de esa unidad económica, es decir a todos los estados de la eurozona. Convertir las

---

<sup>250</sup> En la introducción al Pacto se habla de cuatro políticas, y la fiscalidad es la quinta. La razón más plausible de esa ubicación es la persistencia de enormes diferencias políticas en el seno de la eurozona al respecto de la necesidad de introducir una base imponible armonizada del Impuesto de Sociedades o de introducir mecanismos de intercambio automático de datos fiscales. Como hubo ocasión de indicar al considerar la erosión de la base fiscal de los estados **§23**, los países del Benelux y Austria son, a todos los efectos, paraísos fiscales en el interior de la eurozona.

<sup>251</sup> Véase Malcolm MacLaren, ‘Der blaue Brief: A Case Study in the Nature of Law and Sanctions’, 3 (2002) German Law Journal, disponible en <http://www.germanlawjournal.com/index.php?pageID=11&artID=145> y Agustín José Menéndez, ‘No Legitimacy without politics’ en Inger Johanne Sand, Christian Joerges y Gunther Teubner (eds.), *Transnational Governance and Constitutionalism*, Oxford: Hart Publishing, 2004.

sanciones simbólicas de Maastricht en sanciones cuasi-automáticas, como es el caso en el nuevo Pacto de Estabilidad y Crecimiento, es el equivalente al retorno al sangrado de los enfermos mediante sanguijuelas en medicina, asegurándose de paso que los familiares sanos se contagien del enfermo. Pero al carácter problemático de las sanciones como medidas correctoras de situaciones de déficit en sí mismas se une la tensión evidente entre este cambio y la decisión de constituir y fortalecer el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera con el objeto de prestar asistencia financiera, incluso (sobre todo) a los estados que hayan sido objeto de sanciones. Si el objetivo colectivo es lograr resolver la crisis fiscal del estado en situación de déficit, y por ello es pertinente prestarle asistencia financiera (sujeta a las condiciones que se estimen oportunas), la imposición previa de un depósito o de una multa no podrá sino dificultar el objetivo de la recuperación económica del país. Y hacer imposible el objetivo colectivo.

§174. La tercera tensión deriva de la adopción de medidas con tendencia centrípeta de forma simultánea a fuerzas con clara tendencia centrífuga. Sean o no coherentes entre sí, y conduzcan a reforzar o debilitar la legitimidad de la Unión Europea, tanto la adición de un pilar macroeconómico al Pacto de Estabilidad y Crecimiento, como los cambios en los procedimientos de vigilancia y sanción del citado Pacto, y de igual modo la creación de un fondo con recursos financieros comunes refuerzan el poder de las instituciones supranacionales. Al mismo tiempo, tanto el diseño de las ayudas a las instituciones financieras en el primer período de la crisis como los planes de reforma estructural de los Estados Miembros desatan fuerzas centrífugas. Una vez que la crisis financiera se ha convertido en crisis bancaria, todos los estados tienen un fuerte incentivo para condicionar la prestación de ayuda a las entidades financieras a que éstas reduzcan sus actividades al interior del estado donde se encuentran establecidas, pues de ese modo las responsabilidades del estado serán proporcionadas (y no desproporcionadas) al tamaño de la economía nacional.<sup>252</sup> De ahí que las ayudas bancarias hayan generado una fuerza “renacionalizadora” del sistema financiero europeo. De forma semejante, los planes de reforma estructural “negociados” por FMI, Banca Central y Comisión con cada uno de los estados “asistidos” reproduce en buena medida el modelo de ajuste estructural del FMI, no sólo por lo que se refiere a las condiciones a las que se sujeta la concesión de ayuda financiera, sino también en lo que concierne a los instrumentos jurídicos mediante los que se articula (memoranda de entendimiento, cartas de intenciones). Con independencia de la opinión que merezca ese modelo desde una perspectiva sustantiva, la aplicación del mismo a estados miembros de la Unión Europea tiene el grave inconveniente de conducir a la fragmentación de la política fiscal y macroeconómica. Los programas de ajuste estructural pretenden ser programas de ajuste de una economía, cuando en realidad lo son de un territorio que forma parte de una unidad económica más amplia. A medida que los estados sometidos a “plan” es mayor, y a medida que el peso de esos estados “bajo plan” es mayor en términos relativos al conjunto de la Unión, más visible es la tensión entre la coordinación de la política fiscal y macroeconómica que pretende lograrse mediante la reforma de la “gobernanza económica” europea y el tratamiento de las crisis de la deuda de varios estados europeos como si se tratase de crisis de estados que no forman parte de una unidad económica.

---

<sup>252</sup> Sólo compensada por la tendencia a la concentración del sector financiero, incluida la compra de entidades en dificultades por bancos establecidos en otros estados miembros; pero una “europeización” tal no conduce a crear un mercado financiero europeo, sino a oligopolizar el sistema financiero europeo.

## 2. La Crisis del Derecho Constitucional Europeo

§175. Aunque mencionadas como objetivos de la Comunidad Económica Europea en el Tratado de Roma, la transformación de la integración monetaria y económica son el resultado inmediato y directo del abandono del sistema monetario internacional de posguerra (Bretton Woods) en los primeros años setenta y de las graves consecuencias negativas que ello tiene para el proyecto europeo. Una vez que el orden internacional no asegura el bien colectivo “estabilidad monetaria”, la Unión Europea tiene que tomar decisiones paliativas (la serpiente en el túnel, la serpiente fuera del túnel, el Mecanismo de Tipos de Cambio) y se plantea transformarse a sí misma de modo que sea capaz de producir “internamente” la estabilidad monetaria.

§176. Esa transformación se topa con un grave obstáculo, que retrasa el proyecto de unión económica y monetaria en treinta años.<sup>253</sup> La Unión fue constituida como comunidad política sintética.<sup>254</sup> Los Tratados fundacionales inician un proceso de desarrollo progresivo de un orden político supranacional tejiendo los órdenes nacionales entre sí, en el marco de una constitución europea basada en las tradiciones constitucionales de los Estados Miembros. De este modo, la Unión se sustenta en el ideal regulador de un derecho constitucional común, en una estructura institucional supranacional incompleta, que se yuxtapone en modo no jerárquico a las estructuras institucionales nacionales. Esta constitución pluralista es enormemente dependiente de que exista o se genere una homogeneidad normativa e institucional entre los estados miembros. Homogeneidad que simplemente no existe en lo que concierne al modelo de relación entre la política económica y la monetaria, como ya queda dicho (§12), el modelo alemán y el modelo francés/inglés son netamente distintos y difícilmente conciliables. La decisión de avanzar hacia la integración monetaria de Europa no fue el resultado de un acuerdo político sobre un modelo concreto de relaciones entre las políticas fiscal, macroeconómica y monetaria, de modo que se superase la heterogeneidad, sino fruto de la necesidad urgente de anclar a Alemania al proyecto europeo tras su reunificación. El resultado de ello es el modelo híbrido de unión monetaria apoyada en la gobernanza y el mercado único (§14ss). Que tenía su reflejo en un modelo constitucional nacional que seguía asumiendo la plena autonomía del orden político y constitucional nacional, y el orden comunitario. De ahí que, como es oportuno recordar, el Tribunal Constitucional Alemán en Maastricht considerara el proyecto de unión monetaria como exquisitamente compatible con la constitución alemana porque, llegado el punto en que se planteara la conveniencia de “completar” la unión monetaria con una unión fiscal y por tanto política, todos los Estados Miembros serían plenamente libres de decidir democráticamente dar el paso adelante o abandonar la unión monetaria. Al sentar la decisión en esa premisa, el Tribunal alemán (como quizá aún en mayor medida todos los nacionales) pretendían ignorar lo que era obvio. Es decir, que el sentido de la decisión de proceder con la unión monetaria era, precisamente, era crear las condiciones en las que la decisión de avanzar o retroceder no fuera libérrima. Haciendo que los costes económicos, sociales y políticos de la marcha atrás (entonces, como ahora, de la marcha atrás alemana) fueran tan enormes que salvo crisis

---

<sup>253</sup> Desde que la unión monetaria fuera decidida en 1969 hasta la efectiva entrada en la tercera fase de la unión monetaria en 1999.

<sup>254</sup> John Erik Fossum y Agustín José Menéndez, *The Constitution's Gift*, Lanham: Rowman and Littlefield, 2011.

existencial de la integración europea, el proceso avanzase llevado de la inercia generada por la unión monetaria.

**§177.** Si la(s) crisis europea(s) han roto las costuras de ese marco constitucional híbrido es porque se sustentaban de forma altamente experimental en la estructura institucional y el medio de integración social propios de la gobernanza, y en la asunción bien cuestionable según la cual integración monetaria y mercado único se reforzaban mutuamente. La premisa más o menos explícita de las reformas estructurales realizadas desde el inicio de la crisis financiera y descritas en este trabajo es que ese experimento constitucional ha fracasado. De igual modo, la asunción de que un mercado único caracterizado por la libre circulación de capitales *ad intra* y *ad extra* puede no sólo auto-estabilizarse, sino ayudar a estabilizar a la unión monetaria asimétrica, manteniendo la disciplina fiscal de los Estados Miembros de la eurozona, ha sido también abandonada. De ahí el reforzamiento de la estructura institucional y el código normativo del Pacto de Estabilidad, de ahí la creación de un pilar macroeconómico en el mismo, de ahí la institución de una Junta Europea de Riesgos Sistémicos. Quizá no sea aventurado afirmar que la recuperación efectiva de la capacidad pública de estabilizar la unión monetaria depende de tomar ulteriores medidas que reduzcan el poder estructural de los tenedores de capital, especialmente por lo que hace a la evasión fiscal, lo que implica una redefinición drástica de las consecuencias de la libre circulación de capitales y de los límites que han de imponerse a ella. Un aspecto específico de estas tensiones se reflejan en la creciente tirantez entre la reforma de la unión monetaria a 17 y el mantenimiento del mercado único a 27.

**§178.** Es por ello que cabe afirmar que la quiebra de la constitución fiscal forjada en Maastricht y Ámsterdam no refleja tanto la voluntad de transgredir los Tratados y las constituciones nacionales, como del carácter imposible (insostenible en la jerga comunitaria) de esa constitución fiscal. El modelo de unión monetaria anclada en la gobernanza y el mercado único no sólo era de dudosa legitimidad democrática; sobre todo, como ahora sabemos, era de dudosa eficacia. En este sentido, la decisión intencional de no incluir mecanismos de resolución de las crisis fiscales en la eurozona pone de relieve no sólo la voluntad de hacer la unión irreversible, sino una concepción acerca de lo que el derecho puede y no puede hacer que sólo cabe caracterizar como frívola. Ni siquiera las normas constitucionales pueden abolir las crisis. Cuando tal cosa se pretende, lo que se acaba consiguiendo es que la crisis ahogue al derecho constitucional. Si el cumplimiento del derecho es imposible, la lealtad constitucional también lo es.<sup>255</sup>

**§179.** La rotura del marco constitucional fijado en Maastricht y Ámsterdam no es, por sí sola, causa de la transformación de la(s) crisis europea(s) en crisis constitucional. La verdadera causa hay que buscarla en el uso instrumental del derecho constitucional por parte de los líderes europeos en el gobierno de la crisis.

**§180.** Durante los primeros meses de la crisis griega, los líderes europeos (y muy especialmente el gobierno alemán) niegan la posibilidad de tomar medidas políticas que contribuyan a resolver la crisis (excepción hecha las que pueda adoptar unilateralmente el

---

<sup>255</sup> La rigidez extrema de la unión monetaria y económica queda demostrada al observar que mientras el Bundesbank está regulado por ley, el Banco Central Europeo está sujeto a unos estatutos que forman parte de los Tratados en términos formales.

gobierno griego para reducir su déficit) en nombre del respeto a los Tratados, y más específicamente, a la interpretación de los Tratados que resulta de la interpretación que el gobierno alemán hace de la jurisprudencia del Tribunal Constitucional teutónico. He señalado ya en otro trabajo que esta actitud del gobierno alemán sólo puede calificarse como de fetichismo constitucional, de imponer que el lenguaje de una discusión política y económica sea el lenguaje constitucional, de modo que, con independencia de la fidelidad que en último extremo se demuestre a las normas constitucionales, uno logre imponer sus preferencias políticas y económicas.<sup>256</sup> La prueba de ello está en que la fidelidad a la constitución no impide decisiones que alteran radicalmente el marco constitucional de la Unión Europea, como detallo en los dos próximos párrafos. Que la pretendida fidelidad era mero fetichismo lo demuestra la facilidad con la que las objeciones constitucionales pueden dejarse a un lado. Y quizás aún más, en que se busquen formas jurídicas que mantengan la pretensión de continuidad constitucional. Ese uso de la forma constitucional no es, sin embargo, inconsecuente. El precio que la hipocresía constitucional paga a la virtud constitucional determina no sólo qué soluciones sea posible tomar, sino el diagnóstico del problema. Lo que no puede sino mermar el valor funcional de las decisiones que se toman.

§181. Como ya tuve ocasión de señalar, la “solidez” de las finanzas públicas, tal y como se define en los Tratados de la Unión Europea, excluye la mutualización o transferencia de deuda entre los estados de la eurozona (125.1 TFUE), así como la concesión de créditos o la compra de deuda a los estados de la eurozona por parte del BCE o de los bancos centrales nacionales (123.1 TFUE). Hay serias razones para dudar que la cordada bilateral griega, los Mecanismo y Fondo Europeo para la Estabilidad Financiera, y el programa de mercado de valores de la Unión respeten estos principios. Las graves dudas de constitucionalidad trataron de evitarse mediante la búsqueda de espacios constitucionales vacíos, de construcciones jurídicas situadas en un ámbito normativo que escape (o mejor sería decir, pretenda escapar) del de aplicación de Tratados y normas constitucionales nacionales. En el caso de la cordada bilateral a Grecia, mediante el recurso a la ficción de préstamos bilaterales bajo el paraguas del derecho internacional, pese al papel fundamental de Comisión y Banca Central en la negociación y supervisión de los acuerdos; y de que en caso de que los créditos no sean reintegrados por Grecia, los contribuyentes de los restantes estados de la eurozona verán aumentar las cargas para su estado. En el caso del Fondo Europeo de Estabilidad, el espacio constitucional vacío se pretende haberse encontrado mediante el rocambolesco recurso a un *special purpose vehicle*. O lo que es lo mismo, mediante la creación de un Fondo que gestione cantidades ingentes de recursos públicos en la forma jurídica propia de un *hedge fund*, con una domicilio característico de los *hedge funds* (Luxemburgo), sujeta la interpretación de su “Acuerdo Marco” al derecho inglés, y que ya ha sido “apalancado” para multiplicar los fondos disponibles (en un espectacular *volte de face*, al recurrir los estados a las estrategias financieras que según las instituciones comunitarias y los propios estados están en el origen de la crisis fiscal). En el caso del Mecanismo de Estabilidad Financiera, mediante el uso instrumental del Artículo 122.2 TFUE como base jurídica, algo no sólo aparentemente incoherente con la interpretación sistemática del citado artículo (siendo así que el supuesto paradigmático de la prestación de asistencia son las catástrofes naturales), sino, sobre todo,

---

<sup>256</sup> Agustín José Menéndez, ‘La Unión Europea a la luz de Lisboa’ en Antonio López Castillo y Agustín José Menéndez, *Sentencia Lisboa del Tribunal Constitucional Alemán*, Madrid: Centro de Estudios Políticos y Constitucionales, 2010, pp. 59-201, p. 179.

con el tipo de asistencia financiera que se presta (si las crisis de Irlanda y Portugal son en una cierta medida comparables con las catástrofes naturales, ¿qué sentido tiene haber impuesto, al menos en un principio, tipos de interés cuasi-punitivos a los países asistidos? ¿No corresponde prestar ayuda desinteresada en tales casos, incluso a fondo perdido?).<sup>257</sup> De igual forma, el programa del mercado de valores del BCE se ha justificado recurriendo a lo que en buena medida es otra piadosa ficción constitucional que ha permitido eludir la prohibición de compra de deuda pública por parte del BCE. No cabe duda de que estas compras contribuyen a la mejor transmisión de la política monetaria del BCE, como sostienen las autoridades financieras. Pero cabe preguntarse qué medida pueda tomar el Banco, sea o no compatible formalmente con los Tratados, que no tenga el mismo efecto. O dicho de otro modo, si la mera invocación de la transmisión de la política monetaria justifica la acción del BCE, todo le está permitido al BCE, lo que cabe sospechar no es conforme ni con la letra ni con el espíritu de los Tratados y del derecho constitucional nacional que determina el encaje europeo de los Estados Miembros. No sólo el BCE ha tomado decisiones que provocan la confusión total y completa entre política fiscal y monetaria, sino que de paso ha convertido en meras sugerencias los mandatos y prohibiciones contenidos en los Tratados.

**§182.** De forma menos espectacular, pero igualmente trascendente, el paquete legislativo por el que se ha reformado la gobernanza económica de la Unión Europea ha introducido algunos cambios con una enorme trascendencia constitucional bajo el ropaje de meros reglamentos y directivas. El nuevo “marco presupuestario” nacional contenido en la DMPN altera radicalmente el diseño constitucional nacional de la mayor parte, sino todos los Estados Miembros, bien sea al imponer un marco presupuestario plurianual, al trasladar el centro de gravedad político a las decisiones sobre ese marco, en detrimento de las tomadas al debatir y votar la ley anual de presupuestos, y al apoderar al gobierno central para controlar, vigilar y disciplinar a los gobiernos regionales y a los entes locales con el objeto de asegurar el equilibrio presupuestario. De forma semejante, el “adensamiento” de los criterios fundamentales del Pacto (el objetivo presupuestario a medio plazo, la deuda, la estabilidad macroeconómica), unido al nuevo procedimiento de toma de las decisiones atinentes a las sanciones a los estados de la eurozona por mayoría cualificada inversa implican una profunda mutación constitucional (siendo difícil discernir cuál sea la cadena de legitimidad democrática que sustente una decisión tan grave y de tanta trascendencia como la imposición de una sanción por mayoría cualificada inversa). El Pacto por el Euro Plus, si bien un animal parte de esa especie de los actos jurídicos no identificados, y por tanto quizá carente de vinculatoriedad, refuerza en cualquier caso estos cambios materialmente constitucionales. Que en buena medida quedan confirmados por la asignación de nuevos poderes de supervisión y sanción a la Comisión Europea, tanto en el nuevo Pacto de Estabilidad y Crecimiento, como en la reciente decisión del Consejo Europeo por la que la Comisión desarrollará de forma permanente su labor de “asesoramiento” en Atenas (lo que quizá sirva de precedente para nuevas misiones semejantes en otras capitales europeas).

**§183.** Al fetichismo constitucional le sucede el experimentalismo constitucional. Y sin embargo, la sombra del fetichismo constitucional es muy alargada. El experimentalismo constitucional tiene que esconderse tras formas jurídicas que aseguren la constitucionalidad

---

<sup>257</sup> No estoy defendiendo conceder ayuda a fondo perdido a Grecia (aunque sospeche que esa será finalmente la naturaleza del programa de ayuda financiera de Mayo de 2010), sino tan sólo indicando que con base en el 122.2 TFUE, el tipo de ayuda apropiada sería ésa.

*pro forma* de las decisiones. La alambicada construcción jurídica de la cordada bilateral a Grecia, del Mecanismo y del Fondo de Estabilidad Europeos o del programa de mercados de valores de la BCE envuelven decisiones que materialmente rompen con el marco constitucional previo.<sup>258</sup> Ello limita o restringe no sólo el contenido material de estos programas, al menos en un primer momento (el tipo de interés cuasi- punitivo de los préstamos a Grecia, Irlanda y Portugal era necesario para asegurar el encaje constitucional alemán de la ayuda, como supuestamente era preciso al mismo fin crear no sólo un Mecanismo de Estabilidad Financiera basándose en el artículo 122.2 TFUE, sino un *special purpose vehicle* al margen del derecho comunitario, y en general del derecho público) sino, y ello es aún más grave, el diagnóstico de los problemas a los que la Unión Europea se enfrenta. La crisis de la deuda pública griega, irlandesa y portuguesa fueron definidas como crisis de liquidez pese a que tanto los datos macroeconómicos de estos países en el momento de concederles asistencia financiera, combinados con los efectos previsibles de los planes de ajuste garantizaban que la crisis se convertiría en una crisis de solvencia, si es que no lo era ya en un primer momento. A la irresponsabilidad de las autoridades griegas, irlandesas y portuguesas se ha unido la irresponsabilidad de las autoridades comunitarias. El origen de esa irresponsabilidad hay que buscarlo en buena medida en los límites que el fetichismo constitucional impone al experimentalismo constitucional. Si la Unión hubiera aceptado en Mayo de 2010 que el problema griego era un problema de liquidez, hubiera resultado evidente no sólo que el programa de asistencia financiera no era adecuado para resolver el problema (sino tan sólo para postergarlo), sino también que los argumentos mediante los que se pretendía haber encontrado un espacio constitucional vacío eran sencillamente mero ornamento. Pues si el problema de Grecia es un problema de liquidez, la concesión de créditos no privilegiados al país helénico aboca a los restantes estados de la eurozona a asumir parte del coste de la quita o la quiebra de Grecia, lo que hará materialmente visible que el programa de ayuda a Grecia vulnera de forma evidente el artículo 125.1 TFUE. Pero reconocer tal cosa, como en general reconocer que no hay una crisis europea, sino cuando menos cuatro, hubiera hecho imposible encontrar ropaje constitucional alguna a las decisiones pertinentes. De ahí el enorme incentivo para ajustar el diagnóstico no a la enfermedad del paciente, sino a los medios que los que el doctor dispone, o está dispuesto a llegar a disponer.

**§184.** A ello se une que el experimentalismo constitucional implica una nueva modalidad de *executive dominance*, en este caso, en forma de apoderamiento del poder constituyente, y de uso de ese poder para reforzar el poder de los gobiernos en el proceso de toma de decisiones supranacional y nacional. Por una parte, buena parte de las decisiones mediante las que se ha modificado *de facto* el derecho constitucional supranacional han sido tomadas por el Consejo Europeo o por la Cumbre del Euro, apoyándose en el ECOFIN o en el Eurogrupo. Hecha la salvedad de la decisión de Marzo de reformar el artículo 136 de los Tratados, no se ha

---

<sup>258</sup> De igual forma, los programas de asistencia financiera se sustentan en una “solicitud” del Estado Miembro, aunque su mano se vea forzada no sólo por unos mercados financieros apoderados por la libre circulación de mercancías, sino por un BCE que al haber ofrecido liquidez ilimitada a las instituciones financieras de los países periféricos tiene ahora un interés existencial en la prestación de tal asistencia. Los documentos claves de esos programas son “memoranda de entendimiento” y “cartas de intenciones”, saturados del lenguaje de la “propiedad” nacional del programa de reformas. De igual forma, el reforzamiento de la autoridad de Comisión y Banca Central en el Pacto de Estabilidad se produce siempre a ruego del Estado Miembro intervenido.

planteado siquiera la “normalización constitucional” de estas decisiones a posteriori. Obviamente tal no es el caso del paquete legislativo de reforma de la gobernanza económica europea; pero aún en ese caso hay serias dudas acerca de la medida en la que el procedimiento que efectivamente se ha seguido haya sido respetuoso con el formalmente establecido.<sup>259</sup> Por otra, el contenido material de las reformas refuerza el poder de Comisión y Consejo (especialmente de la Cumbre del Euro y del Eurogrupo) en detrimento del poder de los parlamentos nacionales y del Parlamento Europeo. Tanto el diseño general del Semestre Europeo como la modificación del marco presupuestario nacional reducen la capacidad de influencia del parlamento sobre el presupuesto, al tiempo que el Parlamento Europeo no adquiere poderes efectivos de ningún tipo, y tan sólo puede tratar de hacer un uso estratégico de los diversos diálogos europeos, y de imponer convenciones constitucionales valiéndose de su posición institucional y de su capacidad de decisión en otras materias. Esta deriva *ejecutiva* del constitucionalismo europeo dista de ser nueva. En particular, confirma una tendencia bien visible en el proceso de reforma que llevó a la ratificación del Tratado de Lisboa.<sup>260</sup>

**§185.** De este giro desde el constitucionalismo democrático al fetichismo y experimentalismo constitucionales no se han librado las constituciones nacionales. La marea de la crisis ha reabierto de forma brutal la tensión entre aspiraciones normativas del Estado Social y Democrático de Derecho y capacidades efectivas del estado para realizarlas de forma efectiva. Aunque, como se ha puesto de relieve en este trabajo, la crisis sólo ha hecho explícitos cambios y transformaciones que venían produciéndose desde hace décadas, y que varios modelos de crecimiento insostenible habían conseguido ocultar. La renovada tensión entre derecho constitucional europeo y el derecho constitucional nacional de los países periféricos ha conducido no sólo a la devaluación del Estado del Bienestar (y en buena medida del propio Estado de Derecho, en la medida en la que los recortes draconianos hacen imposible que el estado mantenga siquiera sus compromisos contractuales), sino al desplazamiento tanto de normas constitucionales sustantivas (el artículo 103.4 de la Constitución griega que afirma el carácter inamovible de los funcionarios públicos) y a la “mutación” del proceso de reforma de la constitución. El caso paradigmático de esto último es sin duda el procedimiento exprés por el que se reformó el artículo 135 de la Constitución Española entre mediados de agosto y primeros de septiembre de 2011.<sup>261</sup> Que nos sitúa, no cabe duda, a la vanguardia de Europa.<sup>262</sup> Aunque quepa dudar la medida en la que es meritorio estar a la cabeza de un proyecto adicto al apoderamiento ejecutivo del poder constituyente bajo el manto del fetichismo constitucional

---

<sup>259</sup> No sólo la legitimidad democrática derivada de la intervención del Parlamento Europeo en el procedimiento de co-decisión se ha visto atenuada por el recurso a un triálogo, una fórmula de por sí problemática (véase al respecto Anne Elizabeth Stie, *Co-decision: the panacea for EU democracy?* Oslo: Arena, 2010 [http://www.sv.uio.no/arena/english/research/publications/arena-publications/reports/2010/Report\\_01\\_10.pdf](http://www.sv.uio.no/arena/english/research/publications/arena-publications/reports/2010/Report_01_10.pdf), sino que la intervención del Pleno y las comisiones del Parlamento una vez iniciada el triálogo ha sido puramente pro-forma. No solamente el texto del acuerdo alcanzado en el triálogo no fue hecho público desde el momento en que se alcanzó a primeros de septiembre hasta mediados de Octubre, sino que ese texto sólo fue distribuido a los Parlamentarios Europeos en la sesión misma en la que votaron las enmiendas acordadas.

<sup>260</sup> Agustín José Menéndez, ‘La Unión Europea entre el constitucionalismo democrático y la gobernanza’, 149 (2010) *Revista de Estudios Políticos*, 47-85.

<sup>261</sup> Roberto Blanco Valdés, ‘La Reforma de 2011: De las musas al teatro’, (2011) *Claves de Razón Práctica*, pp. 8-18.

<sup>262</sup> Javier Tajadura, ‘Reforma Constitucional e Integración Europea’, (2011) *Claves de Razón Práctica*, pp. 20-28.



**§186.** Si por Europa entendemos un proyecto de integración mediante el derecho constitucional democrático, no sólo el fracaso del Euro puede tumbar a Europa, sino que su rescate podría también acabar con Europa. O dicho de otro modo. Lo que está en juego no es sólo como se hayan de distribuir las cargas económicas generadas por las montañas de capital ficticio acumuladas por las instituciones financieras europeas o por la deuda pública y privada de los países periféricos. Lo que nos jugamos los europeos es la viabilidad del estado constitucional democrático, viabilidad que desafortunadamente está amenazada tanto por el colapso del euro como por su rescate mediante un experimentalismo constitucional travestido de fetichista lealtad a la constitución. Salvo los whigs y los europeístas naïve, nadie sabe ni puede saber lo que nos deparará el futuro.

## TABLA 1

Conjunto de factores que Comisión y Consejo han de ponderar a la hora de decidir la apertura de un procedimiento de déficit excesivo (Artículo 2.3 del Reglamento 1467/97)

1) Marco económico, presupuestario y macroeconómico a medio plazo:

- Situación económica (y muy en particular, potencial de crecimiento del Estado)
- Situación presupuestaria (evolución del presupuesto en relación con el OPMP, saldo primario, gasto primario)
- Situación macroeconómica (especialmente en lo que concierne a los parámetros por los que se determina la existencia de desequilibrios macroeconómicos), incluida la evolución de la deuda pública (dinámica, sostenibilidad, factores de riesgo) y de la deuda privada
- Incidencia de reformas estructurales tal y como la reforma del sistema de pensiones (en los mismos términos que ya fueron fijados y establecidos en 2005).

2) Ajuste a las normas supranacionales:

- Calidad de las finanzas públicas (empleando como parámetros de referencia los enunciados en la DMPN)
- Ajuste de las políticas presupuestarias y macroeconómicas a la estrategia europea de crecimiento y empleo

3) Cualquier circunstancia que el Estado Miembro considere relevante y objeto de atención, y muy especialmente la contribución del estado a la estabilidad financiera de la Unión Europea (amén de las cuantías que satisfaga para fomentar la cohesión en el interior de la Unión Europea y para asegurar la estabilidad en la eurozona).