

## De la austeridad estricta a la integración mediante inversión: La construcción del sistema financiero y monetario europeo (1970 - 2020)

*From the strict austerity to the integration through investment: The Construction of the European Financial and Monetary System (1970–2020)*

Doi: <https://doi.org/10.61311/2805-1912.213>

**William Peñaloza Urdaneta\***

**Resumen:** El artículo analiza la evolución del sistema económico-financiero europeo desde 1970, cuando la entonces Comunidad Económica Europea comenzó a desarrollar mecanismos de coordinación monetaria bajo un modelo rígido, basado en la estabilidad económica y disciplina presupuestaria. Este enfoque mostró sus límites sobre todo durante la crisis de deuda soberana europea. A partir de estas experiencias, la Unión Europea fue incorporando progresivamente mayor flexibilidad y una política económica más activa, orientada a ampliar los instrumentos de política económica y la capacidad de intervención pública. El artículo se estructura en varias partes: una primera dedicada al origen del modelo alemán de austeridad, estabilidad y disciplina fiscal; una segunda centrada en las tensiones y limitaciones evidenciadas durante la crisis de la deuda soberana europea; y una tercera que aborda la evolución hacia un enfoque más orientado a la inversión, la coordinación y la resiliencia, culminando en la respuesta al COVID-19 con instrumentos como el NextGenerationEU. En resumen, analizamos cómo el sistema ha pasado de un enfoque rígido, en el cual la obligación de las reglas fiscales es la prioridad, a una donde la arquitectura es más adaptable a la situación, capaz de articular respuestas comunes y sostener el crecimiento, el empleo y la cohesión en contextos de elevada incertidumbre.

**Palabras clave:** Arquitectura financiera europea, gobernanza económica, integración europea, política pública europea, unión monetaria.

\* William Peñaloza Urdaneta es politólogo con formación de posgrado en Análisis Económico del Derecho por la Universidad de Salamanca. Su trabajo se centra en la integración europea y la gobernanza institucional de la Unión, con especial atención a la evolución de sus instrumentos de política pública y financiación común. Su investigación reciente analiza la posible utilización de mecanismos financieros europeos para el desarrollo de una política de defensa común. Ha participado en actividades académicas y de simulación internacional, así como en iniciativas de divulgación sobre instituciones europeas en el marco de la Cátedra Jean Monnet. Filiación institucional: Universidad de Salamanca. Correo electrónico: wpenalozaurdaneta@gmail.com

**Abstract:** *This article analyzes the evolution of the European economic and financial system since 1970, when the then European Economic Community began developing mechanisms for monetary coordination under a rigid framework based on economic stability and audit discipline. This approach revealed its limitations, particularly during the European sovereign debt crisis. From these experiences, the European Union has been progressively incorporating greater flexibility and has adopted a more active economic policy aimed at expanding policy instruments and strengthening the capacity for public intervention. The article is structured in several sections: The first examines the origins of the German model of austerity, stability, and audit discipline. The second section focuses on the tensions and constraints that became evident during the European sovereign debt crisis. The third one addresses the evolution towards a more investment-oriented, coordinated, and resilient approach, culminating in the response to the COVID-19 Pandemics through instruments such as NextGenerationEU. In summary, the article analyzes how the system has evolved from a rigid framework in which compliance with audit rules was the overriding priority to one characterized by a more adaptable architecture, capable of coordinating common responses and sustaining economic growth, employment, and social cohesion in contexts of heightened uncertainty.*

**Key words:** *Economic governance, European financial architecture, European integration, European public policy, monetary union.*

## Introducción

El artículo analiza cómo y por qué el sistema económico-financiero europeo ha evolucionado desde un modelo centrado en la estabilidad y la disciplina hacia otro que incorpora la estimulación económica como mecanismo para sostener el crecimiento y evitar divergencias entre Estados miembros. La pregunta de fondo es sencilla: cómo un sistema diseñado para proteger la moneda y limitar la discrecionalidad fiscal fue transformándose, a lo largo de cinco décadas, hasta admitir un papel más activo de la política económica en la corrección de crisis y desequilibrios internos. El recorrido parte de la década de 1970, cuando la entonces Comunidad Económica Europea comenzó a construir mecanismos de coordinación monetaria inspirados en un modelo rígido, orientado a la estabilidad y a la contención de la inflación, y culmina en la etapa posterior al COVID-19, donde la Unión ya había asumido una lógica más flexible y con mayor capacidad de intervención.

Desde el punto de vista teórico, el artículo utiliza el *ordoliberalismo* como marco interpretativo para comprender la formación inicial de la arquitectura económica y monetaria europea. Esta corriente, asociada a la Escuela de Friburgo y desarrollada en la posguerra, sostiene que el mercado requiere un orden jurídico e institucional sólido que garantice la competencia, la estabilidad monetaria y la previsibilidad pública. Así, más que un objeto de estudio en sí mismo, el *ordoliberalismo* explica por qué la integración europea se configuró en torno a la independencia del banco central, la estabilidad de precios, la disciplina fiscal y la primacía de las reglas sobre la discrecionalidad política; una orientación reforzada por la histórica sensibilidad alemana hacia la hiperinflación y el endeudamiento excesivo.

Metodológicamente, el trabajo adopta un enfoque cualitativo e histórico-institucional organizado en tres niveles. En primer lugar, recurre a la literatura teórica *ordoliberal*, especialmente a la obra de Walter Eucken (1952), para reconstruir los fundamentos del modelo alemán de estabilidad. En segundo lugar, analiza fuentes normativas de la Unión Europea y el Banco Central Europeo para examinar cómo se incorporaron estos principios al diseño de la Unión Económica y Monetaria. Finalmente, traza un recorrido cronológico entre 1970 y 2020 para observar la evolución de este modelo: desde una disciplina monetaria estricta hacia una arquitectura más flexible, orientada a la inversión, la coordinación y la resiliencia frente a las crisis.

La evolución descrita no responde a un giro abrupto, sino a una acumulación de ajustes sucesivos que fueron modificando la arquitectura económica europea. Durante años, la disciplina presupuestaria y la primacía de las reglas ofrecieron un marco de credibilidad, pero la crisis financiera internacional y, sobre todo la crisis de deuda soberana europea, mostraron sus límites. A partir de entonces, la Unión fue incorporando mecanismos de supervisión, apoyo y coordinación más intensos, y el discurso económico fue desplazándose gradualmente desde la austeridad estricta hacia una mayor atención al crecimiento,

la resiliencia y la cohesión. En ese proceso, la etapa de la Comisión Juncker marcó un punto de inflexión importante, al consolidar un enfoque más orientado a reforzar la capacidad de respuesta del conjunto europeo ante *shocks* asimétricos.

## **I. La progresiva integración económica europea**

La integración económica europea después de la Segunda Guerra Mundial condujo gradualmente a la creación de instituciones financieras comunes, culminando en la Unión Económica Monetaria (UEM) y la adopción del euro. Un rasgo distintivo de esta evolución institucional fue la fuerte influencia del modelo alemán: la Unión Europea ha edificado todo su poderío financiero a imagen y semejanza del *Bundesbank*, reconocido por ser el garante de la estabilidad monetaria. Este diseño ha permitido mantener a lo largo de los años el foco en la estabilidad de precios y la disciplina fiscal, reflejando la mentalidad económica alemana marcada por el temor a la inflación como el peor de todos los males que puede sufrir una nación. En gran medida, este enfoque se explica por el trauma histórico que ocasionó el ciclo hiperinflacionario en la República de Weimar durante el período de entreguerras, experiencia que inculcó en la sociedad germana una aversión profunda a la pérdida de valor de la moneda. Como se ha señalado en la introducción, la preferencia alemana por la estabilidad de precios y la disciplina fiscal no puede comprenderse únicamente desde una perspectiva histórica. A la experiencia traumática de la hiperinflación de entreguerras se suma una tradición doctrinal específica: el *ordoliberalismo*, desarrollado en Alemania a partir de los años treinta y consolidado en la posguerra, especialmente a través de la Escuela de Friburgo. Esta corriente sostiene que el libre mercado no puede existir sin un marco normativo sólido que garantice el orden económico. A diferencia del *laissez-faire*, el *ordoliberalismo* defiende un Estado fuerte en su función ordenadora, encargado de establecer reglas

claras y previsible, especialmente en materia monetaria y fiscal, para evitar distorsiones que pongan en riesgo la estabilidad económica (Eucken, 1952). En este sentido, la doctrina propone que el Banco Central de la nación debe ser independiente, con un mandato explícito de estabilidad monetaria, y el gasto público debe ser limitado para evitar efectos nocivos sobre la economía. Esta doctrina fue determinante en la configuración institucional del *Bundesbank* y, por implicación, en los bocetos de los primeros diseños de coordinación monetaria europea. Las primeras iniciativas surgieron en la década de los 70; la Comunidad Económica Europea intentó estabilizar los tipos de cambio mediante la llamada “serpiente monetaria” en el año 1972, fue un intento de coordinación monetaria cuyo objetivo fue mantener las monedas europeas dentro de una banda del más o menos 2.25% en sus fluctuaciones. Si bien es cierto que no funcionó del todo bien, preparó el camino para el Sistema Monetario Europeo de 1979, un acuerdo entre los bancos centrales de la Estados de la Comunidad que introdujo el *European Currency Unit* como unidad de cuenta y estableció el Mecanismo de Tipos de Cambio para reducir las fluctuaciones. Durante estos años es posible observar la clara influencia que tiene el marco alemán sobre el SME (Comisión Europea, 1993). Mas adelante, entre 1979 y 1985, se logró cierta estabilidad cambiaria con una constante: la continua revalorización del marco alemán, lo que refleja el liderazgo del Bundesbank en la política monetaria europea; las demás naciones debían seguir el compás de la moneda alemana, cuya fortaleza derivada de una inflación baja y controlada. La hegemonía del marco presagiaba que cualquier futura unión monetaria se basaría en criterios de estabilidad dictados por la disciplina alemana. A finales de la década de 1980, el impulso político hacia una moneda única se intensificó. El informe Delors (Comité de Gobernadores de los Bancos Centrales de la Comunidad Europea, 1989) trazó el plan para la UEM en tres fases, y en 1992 los doce miembros de la Comunidad Europea firmaron el Tratado de Maastricht, que acercó cada vez más al continente a una moneda

común. Mediante este Tratado, los países se impusieron a ellos mismos criterios de convergencia estrictos en materia de inflación, déficit público y estabilidad monetaria para poder adoptar la moneda única. En otras palabras, la adopción del euro exigiría que las economías de los Estados Miembros imitaran el desempeño macroeconómico alemán: inflación baja, finanzas públicas saneadas y monedas estables (Unión Europea, 1992). Asimismo, los criterios de Maastricht exigen: una inflación no superior al punto y medio a la de los países más estables de la zona, un déficit fiscal por debajo del 3% del PIB, y una deuda pública inferior al 60% del PIB, entre otros parámetros. Tan rigurosas restricciones, inéditas en procesos de integración monetarios, evidencian, una vez más, que la solidez de la moneda única europea dependería de la convergencia hacia la estabilidad propuesta por Alemania.

Una vez aceptados los Criterios de Maastricht, se creó, en 1994, el Instituto Monetario Europeo como precursor del Banco Central Europeo, aquel que cuatro años después se inauguró con el nombre por el cual le conocemos hoy, tan solo unos meses antes del lanzamiento oficial del euro como moneda de curso legal en enero de 1999. Desde el inicio se pretendió un banco central independiente, con mandato exclusivo de controlar la inflación. La intención política del momento aseguró que el nuevo BCE no estuviera “al servicio de los gobiernos” y gozara de plena independencia del poder político. El resultado fue que en 1998 nace el Banco Central Europeo con sede en Frankfurt y con la prohibición expresa de financiar deuda pública comprándola en el mercado primario (Banco Central Europeo, 2012). Inclusive, esta última fue recogida en los tratados, hoy en día corresponde al Art. 123 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (2016), la cual impide al BCE monetizar déficits gubernamentales, un principio impuesto por Alemania tras la experiencia de Weimar. De esta forma, se consagra así una estructura supranacional que replica las características del Bundesbank: independencia, focalización en la estabilidad de la moneda y la aversión a cualquier interferencia fiscal.

Paralelamente al énfasis institucional en la estabilidad de precios, el diseño de la UEM incorporó la disciplina fiscal directa como condición necesaria para la estabilidad monetaria. Los países más disciplinados en materia presupuestaria temían que, en una unión monetaria, la indisciplina fiscal de algún miembro supusiera un peligro para la estabilidad económica de todo el grupo. Por ello, además de los criterios de déficit y deuda para entrar al euro fijados por los Criterios de Maastricht, se acordó en 1997 el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC). Este pacto jurídicamente vinculante comprometía a los Estados de la Eurozona a mantener finanzas públicas saneadas de forma permanente (Consejo de la Unión Europea, 1997). Desde la perspectiva *ordoliberal*, presentada al inicio del artículo, el PEC puede interpretarse como la traducción jurídica de una concepción de la política económica basada en reglas: la creencia de que la estabilidad macroeconómica solo es posible si los actores públicos están sometidos a normas fiscales estrictas y previsibles, lo cual protege el orden económico frente a la arbitrariedad política y preserva la disciplina dentro de un marco monetario común. En la práctica, el PEC operacionaliza los umbrales que impuso el Tratado de Maastricht; estableció el déficit público máximo del 3% del PIB y la deuda pública no superior al 60% del PIB como valores de referencia. Para entonces, si un país rebasaba el 3% del déficit (salvo en circunstancias excepcionales), se activará el Procedimiento de Déficit Excesivo con posibles sanciones orientadas a corregir el desvío. Este marco fiscal refleja el impulso alemán por evitar políticas presupuestarias laxas. Mientras que los criterios de Maastricht establecen las condiciones económicas necesarias para el ingreso a la UEM; el PEC se interpreta como la consolidación jurídica de esos principios, transformándolos en obligaciones permanentes para los Estados miembros. De esta forma, el PEC actúa como un mecanismo de disciplinamiento fiscal, diseñado para perpetuar el espíritu del Tratado en el funcionamiento cotidiano del euro. Ambas cuestiones responden a la cultura de estabilidad de precios

propugnada por el Bundesbank, con una clara preferencia por las reglas frente a la discrecionalidad.

Si bien la arquitectura institucional e ideológica inspirada en el *Bundesbank* dio credibilidad inicial al euro, también limitó seriamente las opciones de política expansiva en caso de shock. Al no disponer los Estados miembros de política monetaria propia (puesto que la competencia ha sido delegada al BCE) ni de libertad para elaborar políticas fiscales contracíclicas amplias (debido a las obligaciones autoimpuestas del PEC), la Eurozona entró en la década de 2000 con menos amortiguadores macroeconómicos que otras grandes economías en el teatro global. En épocas de crecimiento, estas reglas impusieron moderación, pero en épocas de crisis impondrán austeridad, incluso si ellas agravaban la recesión. Un ejemplo de lo expuesto anteriormente lo encontramos en la moderada recesión de 2001 – 2003, producto del estallido de la burbuja puntocom, aquella ocurrida tras la fiebre inversora en empresas tecnológicas emergentes que ocasionó el disparo de los precios. A pesar de que la recesión ocasionada por la burbuja tecnológica fue relativamente moderada en términos agregados, dejó en evidencia las limitaciones estructurales del marco institucional europeo para aplicar políticas fiscales de corte contracíclico (Ferrara, 2006). En efecto, los Estados miembros, incluso frente a una desaceleración económica, se encontraban constreñidos por los compromisos del PEC, cuyo diseño respondía fielmente a la lógica *ordoliberal*: evitar discrecionalidad fiscal a través de normas claras, previsibles y legalmente vinculantes. A pesar de las carencias en competencias Estatales, la arquitectura macroeconómica europea no solo permaneció intacta, sino que se consolidó en la práctica institucional durante los años siguientes. La recuperación posterior a la crisis de las tecnológicas coincidió con un ciclo económico global expansivo, marcado por la liberalización financiera, el auge del crédito y un entorno prolongado de bajos tipos de interés. En este contexto, el BCE mantuvo una política monetaria centrada exclusivamente en

cumplir su único mandato formal, y se mostró renuente a considerar otros objetivos como el crecimiento económico o el empleo. Esta orientación, nuevamente, refuerza la primacía de la estabilidad monetaria como principio rector, en línea con la tradición financiera germana. Por otro lado, la supervisión del sistema financiero permaneció fragmentada a nivel nacional, lo que impidió la detección coordinada de riesgos sistémicos, aun cuando comenzaban a manifestarse desequilibrios crecientes en distintas economías del bloque.

Durante este período de aparente bonanza, se acentuaron las divergencias estructurales entre las economías del norte y del sur de Europa: mientras países como Alemania y los Países Bajos acumulaban superávits de cuenta corriente gracias a su competitividad y contención salarial (Priewe, 2018), otros como España, Irlanda, Portugal o Grecia experimentaron un crecimiento basado en el endeudamiento privado, el sobrecalentamiento inmobiliario y déficits persistentes. No obstante, el diseño institucional europeo, inspirado por la idea alemana de que las reglas son preferibles a la intervención discrecional, no contemplaba mecanismos comunes de estabilización ni advertencias preventivas frente a desequilibrios macroeconómicos internos. Se asumía, por el contrario, que el respeto a las normas fiscales y la estabilidad de precios generarían, por sí mismas, convergencia real y estabilidad duradera. Esta confianza en la autorregulación de los mercados impidió respuestas coordinadas frente a la acumulación de vulnerabilidades. La rigidez del marco, lejos de ser corregida, era celebrada como señal de credibilidad. De este modo, se asentaron las condiciones que dejarían al descubierto las debilidades del proyecto europeo con el estallido de la crisis financiera internacional de 2008, cuando los fundamentos *ordoliberales* que hasta entonces habían otorgado estabilidad al sistema, comenzarían a enfrentarse a sus propios límites.

Teniendo en cuenta que la cultura alemana logró inspirar la construcción del modelo económico europeo, es preciso relatar sobre los cambios nacionales que ha sufrido a lo largo de todo este proceso. Aunque

la estabilidad monetaria, la disciplina presupuestaria y la preferencia por reglas continuaron ocupando un lugar central en la posición alemana, la crisis del euro obligó a Berlín a reinterpretar gradualmente los límites prácticos de su propia ortodoxia. El primer cambio relevante consistió en pasar de una defensa abstracta de las reglas a la aceptación de mecanismos europeos de rescate y contención de crisis, siempre que estos quedaran rodeados de condicionalidad estricta. La reforma del artículo 136 del TFUE reflejó precisamente esta lógica: los mecanismos de estabilidad para la eurozona solo podrían activarse cuando fueran indispensables para preservar la estabilidad del conjunto, y toda asistencia financiera quedaría sujeta a condiciones estrictas (Consejo Europeo, 2011). De esta forma, Alemania no aceptó incondicionalmente una mutualización de riesgos, pero sí aceptó que la supervivencia del euro requería instrumentos comunes nuevos. El segundo cambio fue institucional. En junio de 2012, los líderes de la eurozona afirmaron que era imprescindible romper el círculo vicioso entre bancos y deuda soberana, vinculando esa prioridad a una supervisión bancaria europea bajo el BCE y a la posibilidad de recapitalización directa de entidades financieras mediante el MEDE una vez existiera un mecanismo supervisor efectivo. Alemania llegó a esta posición con reticencias y trató posteriormente de limitar su alcance, pero lo decisivo es que aceptó una ampliación de la escala europea de intervención que ya no encajaba con una lectura puramente nacional de la disciplina (Consejo de la Unión Europea, 2012). Esta transformación quedó formalizada con el Mecanismo Único de Supervisión (MUS), que transfirió al BCE competencias supervisoras específicas sobre las entidades de crédito de la eurozona (Consejo de la Unión Europea, 2013).

En este sentido, la posición alemana no evolucionó como una ruptura doctrinal, sino como una adaptación pragmática. La solidaridad europea solo resultaba políticamente admisible si quedaba encuadrada por derecho, temporalidad, condicionalidad y control institucional. Este matiz es fundamental: Alemania no abandonó la disciplina presupuestaria

ni la primacía de las reglas, pero aceptó que la estabilidad del sistema ya no podía garantizarse únicamente mediante normas nacionales ex ante, sino también mediante instrumentos europeos de estabilización ex post. Como resumió Angela Merkel en uno de los momentos decisivos de la crisis, “*si el euro fracasa, Europa fracasa*”. Precisamente por ello, la defensa alemana de las reglas terminó coexistiendo con la aceptación de mecanismos extraordinarios, orientados a evitar la desintegración del sistema (Spiegel, 2014).

## II. La Unión frente a la crisis financiera de 2008

Tal como hemos observado anteriormente, el sistema financiero europeo fue capaz de superar la cuasi recesión de 2001, lo que produjo el refuerzo de su legitimidad como garante de la estabilidad monetaria. Sin embargo, al mismo tiempo se fue gestando un desequilibrio estructural entre las economías del norte y el sur de la Eurozona, mientras que el diseño del sistema restringiría las posibilidades de corregir tales desajustes. Es de esta manera cómo aquella estructura, rígida e inamovible, se mostró expuesta cuando en el 2008 estalló la crisis financiera.

Comenzó con el colapso del mercado inmobiliario en Estados Unidos, producto de la expansión del crédito hipotecario a través de préstamos de alto riesgo. A medida que los impagos se multiplicaban, el valor de los activos ligados a estos préstamos (reempaquetados y distribuidos globalmente mediante derivados financieros) se desplomó, desatando una crisis de liquidez y confianza en los mercados. La quiebra de la banca de inversión global Lehmann Brothers, en septiembre de dicho año, marcó el punto de inflexión: los flujos de crédito se congelaron, los bancos dejaron de prestarse entre sí y muchas economías entraron rápidamente en recesión. El estallido afectó con severa intensidad a aquellos países con desequilibrios macroeconómicos acumulados en forma de déficits por cuenta corriente, burbujas inmobiliarias o altos niveles

de endeudamiento privado. Cuando estalló la burbuja inmobiliaria, el colapso de la demanda interna arrastró los sistemas bancarios nacionales, dejando al descubierto una deuda privada insostenible que en muchos casos fue absorbida por el Estado, transformándose rápidamente en crisis de deuda soberana. Al carecer de una política monetaria propia o de mecanismos de transferencias fiscales dentro de la Unión, estos países se vieron obligados a aplicar medidas de ajuste severas en plena recesión, agravando aún más sus problemas sociales y económicos. En contraste, las economías del norte de Europa, con superávits sostenidos y sistemas bancarios más robustos, pudieron capear la tormenta con mucha menor intensidad (Szczepanski, 2019).

La segunda década del siglo XXI abrió con una Europa sumida en una rotunda crisis económica. La crisis bancaria fue tan abrumadora y veloz, la deuda tan disparada y exorbitante, que los Estados tuvieron que absorber la deuda privada, por lo que los mercados comenzaron a dudar de su solvencia, convirtiendo así el fenómeno en una crisis de deuda soberana. En términos prácticos, el caso de Grecia fue el más emblemático. En 2010 se reveló un déficit mucho mayor al reportado, perdiendo acceso al financiamiento y desatando el pánico entre los inversores. En la primavera de dicho año, la Comisión Europea y el Fondo Monetario Internacional (FMI) aprobaron el primer rescate europeo diseñado para los helenos basado en préstamos bilaterales por un valor conjunto de alrededor de €73 mil millones (Mecanismo Europeo de Estabilidad, 2018) a cambio de implementar severas y austeras medidas fiscales y reformas impuestas por la *Troika*, compuesta por el FMI, BCE y la Comisión Europea. No obstante, pese a los ajustes, la deuda griega siguió creciendo y la recesión se profundizó, forzando en 2012 a un segundo programa de rescate, el cual introdujo una reestructuración de la deuda soberana denominada *Private Sector Involvement*, por la cual los griegos aceptaron medidas radicales tales como la reducción del valor nominal de los bonos en circulación en manos de acreedores privados, aceptaron la condonación de cerca del

53,5% del valor de las deudas, y aceptaron el intercambio voluntario de sus instrumentos financieros por nuevos bonos con vencimientos extendidos e intereses significativamente más bajos (Gong Cheng, Bank for International Settlements, 2020). La severidad del caso griego evidenció los riesgos sistémicos para toda la Eurozona. Los contagios financieros alcanzaron a Irlanda, cuando en noviembre de 2010 debió firmar un rescate de €85 mil millones a cambio de reformas en el sistema bancario y esfuerzos en consolidación fiscal (Comisión Europea, 2011a); a Portugal, cuando en mayo de 2011 acordó un rescate de €78 mil millones con la condición de promover privatizaciones de empresas públicas, recortes presupuestarios y reformas laborales (Comisión Europea, 2011b); y a España, cuando tras el estallido de su propia burbuja inmobiliaria, en junio de 2012 solicitó un rescate de 100 mil millones (de los cuales solo se utilizó el 42%) a cambio de la segregación de activos deteriorados de los balances de las cajas de ahorro con el fin de permitir a la Sociedad de Gestión de Activos procedentes de la Reestructuración Bancaria (SAREB) absorber los activos tóxicos, además de gestionar la recapitalización y reestructuración de bancos viables y resolución ordenada de los no viables, y la estandarización de las condiciones bancarias para fortalecer los marcos regulatorios, de supervisión y regulación bancaria para proteger a los consumidores (Comisión Europea y Reino de España, 2012). La respuesta inicial de la Unión Europea se centró en la austeridad: como era de esperarse si seguimos el cauce ordoliberal, en general, se exigieron recortes presupuestarios draconianos y reformas estructurales orientadas a corregir desequilibrios, aquello con la intención de restaurar la confianza en las finanzas públicas. Empezando por el enfoque legislativo, en 2011 se reforzó el PEC con un paquete normativo conocido como *Six Pack*, compuesto por cinco reglamentos y una directiva que entraron en vigor en diciembre de 2011. El paquete supone una mayor vigilancia fiscal ya que establece que los países están obligados a reportar sus acercamientos a objetivos presupuestarios de medio plazo, introduce una nueva regla

del gasto que limita el crecimiento anual del mismo si no se cumplen los objetivos fiscales. Además, el paquete crea el llamado Procedimiento de Desequilibrios Macroeconómicos (MIP, por sus siglas en inglés) para vigilar indicadores como la balanza por cuenta corriente, precios inmobiliarios, endeudamiento privado, etc., con el fin de prevenir o corregir con recomendaciones específicas para cada país y posibilidad de sanciones; sanciones que a partir del paquete serán automáticas y podrían alcanzar hasta el 0,5% del PIB, salvo que una mayoría cualificada de Estados miembros se oponga (Comisión Europea, 2014). La vigilancia fiscal introducida mediante legislación europea se redobló en 2013 con el *Two Pack*, normativas que obligan a cada gobierno miembro de la zona euro a someter sus proyectos de presupuesto anual a la Comisión Europea antes de su aprobación, lo que permite a la Comisión mayor intervención y supervisión cuando se presenten riesgos de desviación fiscal.

En segundo lugar, en términos políticos, ante la exorbitante crisis, el FMI decide presentar una serie de recomendaciones conocida como el Informe Larosière a la Unión. Fue este un punto de inflexión ya que la Unión Europea reconoce que necesita mecanismos de vigilancia y supervisión financiera más sólidos y coordinados para prevenir nuevas crisis y garantizar la estabilidad del sistema. En septiembre de 2010, el Informe comienza a dar sus frutos, pues es cuando el Parlamento aprueba oficialmente la creación del Sistema Europeo de Supervisión Financiera (SESF). Comienza sus operaciones el 1 de enero de 2011 y cuenta con una estructura multinivel que procura, de forma coordinada, garantizar tanto el correcto funcionamiento del mercado como la protección de los consumidores. El SESF está conformado por tres pilares fundamentales: en primer lugar, está la Junta Europea de Riesgos Sistémicos (JERS), órgano encargado de la supervisión macroprudencial sobre todos los Estados miembros, y tiene el mandato de prevenir o mitigar la aparición de riesgos sistémicos que puedan afectar negativamente la estabilidad financiera de toda la Unión (UE28). Entiéndase por riesgos sistémicos

como todos aquellos que, en caso de producirse, pueden generar efectos negativos encadenados que rápidamente pueden propagarse a todas las entidades financieras, provocando una crisis a nivel regional. Para ejercer su función, el JERS debe monitorear las vulnerabilidades de gran escala en bancos, aseguradoras y mercados financieros, burbujas de crédito o activos y el impacto de la política monetaria del BCE (Comisión Europea, 2010a). En paralelo, actúa el segundo pilar, y son los responsables de la supervisión microprudencial, compuesto por las tres Autoridades Europeas de Supervisión, que velan por sus respectivas actividades sectoriales: la Autoridad Europea Bancaria (EBA), encargada de promover la convergencia supervisora y la armonización normativa en cada entidad financiera, emitir normas técnicas vinculantes y fomentar la protección del consumidor de productos bancarios (Comisión Europea, 2010b); seguido tenemos a la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA), con las competencias de supervisar directamente las agencias de calificación crediticia y repositorios de operaciones, luchar contra los abusos en el mercado y proteger a los inversores (Comisión Europea, 2010c); y, por último, la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación (EIOPA), que se encarga de supervisar el cumplimiento de las directivas que regulan los requerimientos de capital de las aseguradoras, velar por la protección de los consumidores de seguros y planes de pensiones y contribuir a la evaluación de riesgos y vulnerabilidades en el sector (Comisión Europea, 2010d). El tercer y último pilar del SESF es representado por las autoridades reguladoras y supervisoras de cada país de la Unión. En el caso español, la competencia recae sobre la Comisión Nacional de Mercados de Valores (CNMV); y se encargan de aplicar y desarrollar las normativas y recomendaciones expedidas por el segundo pilar del Sistema. Antes de cerrar esta mención es de gran importancia destacar que, aunque muchas de las directrices y recomendaciones que emiten las autoridades reguladoras no son legalmente obligatorias (*non-binding*), en la práctica los supervisores nacionales las cumplen con

severa rigurosidad. La razón por la que procede de esta manera es porque la gran mayoría de las directrices de las ESAs funcionan bajo la cláusula de *“comply or explain”*, de forma que las autoridades nacionales, en caso de decidir no seguir la recomendación, deben explicar públicamente por qué, lo que genera una presión de transparencia y rendición de cuentas contundente. No seguir la recomendación expone al supervisor nacional a quedar aislado del consenso europeo, lo que acaba socavando su credibilidad y reduciendo su influencia. En definitiva, el SESF supone el primer gran esfuerzo por construir una arquitectura de supervisión multinivel en la Unión, en respuesta a las fallas de coordinación detectadas durante la crisis, aquello que en su momento fue detectado por el tan solemne informe Larosière.

En 2012, la Unión Europea (salvo el Reino Unido y la República Checa) firmó el Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza, por el cual los países se obligaron a consagrar la regla de equilibrio presupuestario en sus legislaciones nacionales. Las reformas nacionales fueron vistas como señales políticas de compromiso con la disciplina fiscal exigida particularmente por Alemania y por las autoridades comunitarias europeas (Consejo Europeo, 2012). En paralelo, la Comisión creó mecanismos financieros de emergencia como el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF), con capacidad de préstamo de hasta €440 mil millones, pero resultó ser una medida temporal. El FEEF abrió paso a la creación y sustitución por el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE o ESM por sus siglas en inglés), que entró en funciones en septiembre de 2012 como una institución intergubernamental con base jurídica propia con sede en Luxemburgo que actúa como el nuevo fondo de rescate permanente con capital de €700 mil millones, con la diferencia que solo incluye a los países de la Eurozona. Con el paso de los años, el MEDE sustituyó completamente al FEEF como mecanismo institucional de rescate. En definitiva, la combinación de austeridad fiscal, rescates condicionados y nuevas reglas de gobernanza

presupuestaria lograron contener la crisis de la deuda soberana, pero a costa de profundizar la recesión económica en los países más vulnerables (Blyth, 2013). Antes de continuar, es de gran importancia recordar que la crisis de la deuda soberana fue profundamente asimétrica: mientras algunos Estados miembros mantuvieron una situación fiscal y financiera relativamente estable, otros, como los casos ya mencionados, sufrieron consecuencias mucho más severas debido a vulnerabilidades estructurales preexistentes. Esta disparidad en los impactos fue de los principales motivos de las tensiones entre el norte y el sur de Europa, especialmente en lo relativo a la distribución de esfuerzos y las condiciones impuestas por los programas de rescate.

El segundo semestre de 2012 marcó un punto de inflexión en la gestión de la crisis. El presidente del BCE, Mario Draghi, lanzó un contundente mensaje de respaldo a la moneda común durante la *Global Investment Conference*, celebrada en Londres el 26 de julio de dicho año, en su discurso afirmó: “*Within our mandate, the European Central Bank is ready to do whatever it takes to preserve the euro. And believe me, it will be enough.*” (Draghi, 2012). Esta célebre promesa logró, con efectos inmediatos, calmar los mercados, reflejando un gran giro político-institucional: las autoridades europeas mostraban por fin la voluntad inequívoca de evitar el colapso de la Eurozona. Las acciones dirigidas a respaldar el poderoso discurso, se anunciaron en septiembre del mismo año mediante las Operaciones Monetarias Directas (OMT, por sus siglas en inglés). Bajo este esquema, el BCE se comprometía a comprar deuda soberana en el mercado secundario, en cantidad potencialmente ilimitada, de aquellos países en apuros que solicitaran ayuda al MEDE y cumplieran con estrictas condiciones macroeconómicas. El objetivo de la medida era restaurar la eficacia de la política monetaria en países en Estados miembros de la Eurozona, donde los altos costos de endeudamiento impiden que las decisiones del BCE se transmitan adecuadamente y eliminar las primas de riesgo injustificadas asociadas a temores de reversibilidad del euro,

es decir, el riesgo de que la nación abandone la moneda única. (Banco Central Europeo, 2012). Curiosamente, gracias a la credibilidad del BCE y sus dirigentes del momento, el programa nunca se activó oficialmente, por lo que bastó su mero anuncio en septiembre de 2012 para tener un impacto significativo en los mercados financieros. De este modo, una vez más, podemos contrastar la importancia de la credibilidad de las instituciones en el mundo financiero para marcar importantes tendencias, en este caso, el mercado financiero entendió que el BCE estaba dispuesto a convertirse en un “prestamista de último recurso” para la zona euro, y eso redujo drásticamente las primas de riesgo sin necesidad de intervenir. El *“whatever it takes”* de Draghi comienza a surtir efecto.

Para entonces, las autoridades políticas comenzaron a entender que la austeridad pura y dura resultaba contraproducente. Por ejemplo, la canciller alemana, Angela Merkel, abandonó hacia finales de 2012 la idea de forzar la salida de Grecia del euro, reconociendo que el costo político sería demasiado alto: para entonces, las primas de riesgo de España e Italia se encontraban preocupantemente altas, por lo que se temía un efecto dominó si Grecia se retiraba. Esto dio paso a un enfoque más pragmático que combina la disciplina fiscal con cierta flexibilidad y con una acción monetaria más agresiva para estimular la economía. A partir de 2013, la zona euro ingresó en una fase lenta de recuperación económica, aunque persistía una elevada tasa de desempleo, sobre todo en los Estados del sur de Europa, y riesgos de deflación, lo que empujó al BCE a desplegar medidas monetarias no convencionales adicionales. El paso más audaz de su nueva política monetaria expansiva empieza en enero de 2015, cuando anuncia el Programa Ampliado de Compras de Activos (usualmente conocido como APP), por el cual se decidió la compra mensual de €60 mil millones en activos financieros. El objetivo del programa era restaurar la estabilidad de precios, acercando la inflación al objetivo del BCE de cerca pero por debajo del 2% anual, además de la inyección de liquidez al sistema financiero mediante la reducción de las

tasas de interés a largo plazo, facilitando el acceso al crédito para empresas y hogares, estimulando la inversión y el consumo y, en definitiva, apoyando la creación de empleo y el crecimiento económico (Banco Central Europeo, 2015). De esta manera, las compras de bonos a gran escala, algo impensable en los primeros años del sistema financiero europeo, se convirtió en una herramienta clave para evitar la espiral deflacionaria y apoyar la frágil recuperación económica. En paralelo, fue a partir de la Comisión liderada por Jean Claude Juncker en 2014 que comenzó desde el brazo ejecutivo de la Unión una gradual flexibilización política del PEC. Esto permitió, por ejemplo, excluir temporalmente del cómputo de déficit ciertos gastos en inversión pública o en reformas estructurales, siempre que impulsaran el potencial de crecimiento y se mantuviera la sostenibilidad fiscal a medio plazo (Comisión Europea, 2015). Antes de continuar, es preciso aclarar las distintas naturalezas políticas que ha tenido la Comisión Europea durante este período de tiempo: mientras que la Comisión presidida por el ex primer ministro portugués, José Manuel Durão Barroso, durante sus dos períodos 2004-2009 y 2009 – 2014, en funciones durante los años más duros de la crisis, adoptó un enfoque marcadamente tecnocrático y administrativo, en gran medida supeditado por el mandato y dirección de Consejo de Europa, centrado en aplicar con rigor la disciplina fiscal y la supervisión reforzada; la Comisión Juncker (2014-2019) introdujo un estilo de gobernanza europea más político y proactivo. Juncker promovió desde el inicio una Comisión política con vocación de ejercer mayor influencia en la dirección estratégica de la Unión. La primera fue concebida principalmente como ejecutora de decisiones acordadas por el Consejo, mientras que la segunda se abrió paso a una interpretación más flexible y contextual del marco fiscal europeo, orientando el esfuerzo a recuperar el crecimiento económico sin doblegar la responsabilidad presupuestaria.

Fruto de este nuevo liderazgo político y su consiguiente reinterpretación normativa es la introducción de la Unión Bancaria, que consiste en un

conjunto de normas e instituciones diseñadas para reforzar la estabilidad y la integración del sistema bancario en la zona euro (para entonces, UE20), rompiendo el vínculo entre bancos y Estados y garantizando una gestión centralizada de los riesgos bancarios. La UB se basa en una estructura con dos pilares fundamentales: En primer orden encontramos el Mecanismo Único de Supervisión, cuyo objetivo principal es garantizar la supervisión coherente de todos los bancos de la zona euro, aproximadamente 110 bancos que representan más del 80% de los activos bancarios. A diferencia de otras autoridades europeas de supervisión bancaria, el MUS tiene un mandato específico y técnico, pues sus funciones incluyen la concesión (y posible retirada) de licencias bancarias, la evaluación de adquisiciones y fusiones de entidades bancarias, la realización de pruebas de resistencia (*stress test*) la emisión de sanciones y medidas correctivas y, en definitiva, la coordinación de la armonización supervisora dentro de la zona euro. El segundo pilar es representado por el Mecanismo Único de Resolución (MUR), y se entiende como la estructura encargada de corregir el riesgo de default y gestionar la insolvencia bancaria sin desestabilizar el sistema financiero y sin que el coste recaiga sobre los contribuyentes, como ocurrió tras la crisis de deuda soberana. El MUR está respaldado por el Fondo Único de Resolución (FUR), el cual es financiado por contribuciones anuales de los bancos que sirve para cubrir los costes de la resolución en caso de necesitarlo, no obstante, este fondo actúa como último recurso durante el proceso (Parlamento Europeo y Consejo de la Unión Europea, 2014). En su momento se pensó en la implementación de un tercer pilar conocido como el Sistema Europeo de Garantía de Depósitos (EDIS) que complementaría el esquema general de la UB. El EDIS propone crear una protección común de los depósitos bancarios en la zona euro, se trata de una garantía para el consumidor basado en un fondo europeo único que permita responder de forma conjunta ante quiebras bancarias. No obstante, el proyecto de ley ha sido fuertemente debatido y está bloqueado políticamente en la actualidad; la causa principal yace en la falta

de confianza entre los países del norte y del sur, pues los primeros temen tener que cubrir las pérdidas de sistemas bancarios de sus homólogos del sur. Continuando con los frutos de esta nueva gestión es el Fondo Europeo para Inversiones Estratégicas (FEIE), también conocido por la prensa como “Plan Junker”. Su propósito principal consistía en la utilización de fondos públicos, incluida una garantía del presupuesto general, para atraer inversiones privadas hacia una amplia variedad de proyectos en sectores estratégicos como infraestructuras, investigación e innovación, educación, salud y tecnologías de la información y la comunicación (Parlamento Europeo y Consejo de la Unión Europea, 2015). El FEIE logró movilizar inversiones reales en la economía, con una garantía presupuestaria de €21 mil millones; superó su objetivo inicial de movilizar €315 mil millones para 2018. Fue tal el éxito que, incluso durante el Comisariado siguiente, ampliaron su duración por dos años más hasta 2020 y aumentó su objetivo de inversión a €500 mil millones.

En conclusión, la salida gradual de la crisis de la deuda soberana no fue sólo producto de una expansión monetaria sin precedentes, sino también del incipiente giro político hacia una mayor acción coordinada a nivel europeo. Mientras que el BCE, a través del APP, preparó el terreno financiero mediante una política de tipos bajos y abundante liquidez, la Comisión Europea lo sembró económicamente con el lanzamiento del FEIE. Esta coordinación institucional que fomenta la estabilidad monetaria y el estímulo a la inversión sentó un precedente crucial: por primera vez, la política económica europea combinada explícitamente política monetaria expansiva del BCE con una respuesta fiscal articulada desde la Comisión Europea, no solo para estabilizar, sino para reactivar el crecimiento económico. Por primera vez, se está dejando de lado la desconfianza hacia el crecimiento del gasto público y a la participación más activa, aunque claramente supeditada por un marco jurídico sólido, de las autoridades financieras. En retrospectiva, la crisis de la deuda soberana fue mucho más que un desafío económico, consistió en una

prueba de resistencia institucional para el conjunto de la Unión. El impacto asimétrico de la crisis y la presión constante sobre la estabilidad de la moneda común evidenciaron las limitaciones del diseño inicial de la UEM. Sin embargo, incluso al borde del colapso, el sistema financiero mostró una gran adaptabilidad a la situación, redefiniendo sus mecanismos de gobernanza, creando nuevas instituciones y plataformas, llegando al punto de revisar sus principios rectores tradicionales como la neutralidad fiscal o la no intervención monetaria en mercados secundarios en aras de salvaguardar este proyecto de unión financiera tan añorado por los primeros europeístas. Tal como concluye el propio Tribunal de Cuentas Europeo: *“la Unión ha aprendido de las crisis pasadas y ha reforzado su arquitectura institucional y normativa para prevenir y gestionar mejor los futuros desafíos”* (Tribunal de Cuentas Europeo, 2020).

Conviene precisar que el tránsito desde la austeridad estricta hacia una mayor orientación inversora no implicó la desaparición de los instrumentos clásicos de disciplina fiscal. El modelo rígido europeo no nació como un bloque institucional cerrado, sino que fue construyéndose por capas. En primer lugar, los criterios de Maastricht fijaron los valores de referencia que funcionarían como anclaje cuantitativo de la disciplina fiscal: déficit público inferior al 3% del PIB y deuda pública no superior al 60% del PIB. Posteriormente, el Pacto de Estabilidad y Crecimiento convirtió esos criterios en obligaciones permanentes para los Estados miembros de la eurozona. Tras la crisis de deuda soberana, lejos de ser abandonada, esta arquitectura fue reforzada mediante nuevos mecanismos de vigilancia y corrección, como el Six Pack, el Two Pack y el Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza. Por ello, el cambio del modelo europeo no debe entenderse como una sustitución lineal de la austeridad por la inversión. Lo que se produjo fue una reordenación progresiva de la gobernanza económica: los instrumentos de disciplina permanecieron como base del sistema, pero dejaron de operar como respuesta suficiente ante crisis de carácter sistémico. A partir de la

experiencia de la crisis del euro, la Unión comenzó a combinar esas reglas fiscales con mecanismos de supervisión, estabilización financiera, intervención monetaria extraordinaria y, más adelante, instrumentos de inversión común. En este sentido, la evolución del sistema no consistió en abandonar la estabilidad presupuestaria, sino en reconocer que dicha estabilidad no podía preservarse únicamente mediante reglas fiscales ex ante, sino que requería también capacidades comunes de respuesta, coordinación e inversión.

### **III. De la Comisión Von der Leyen al NextGenerationEU**

Con el nuevo Comisariado, presidido por Ursula von der Leyen, asumido el 1 de diciembre de 2019, se trazó una ruta sostenible para la Unión. En sus primeros días se presentó el Pacto Verde Europeo (PVE), orientado a alcanzar la neutralidad climática para el 2050, así como un paquete legislativo estratégico para impulsar el liderazgo en innovación digital, todo con el fin de posicionar a Europa como referente mundial en la lucha por la transición verde y digital; este será el núcleo del programa político de la nueva Comisión. Es relevante destacar que, pese al cambio de liderazgo, ninguna institución, en concreto ni la Comisión ni el BCE, han intentado revertir el giro monetario expansionista consolidado durante el Comisariado anterior; por el contrario, se reconoció su eficacia y se le integró como parte estructural del marco de actuación económica europeo. De esta manera, la continuidad del enfoque expansionista sentó el terreno para orientar el nuevo impulso inversor bajo criterios de sostenibilidad, cohesión y resiliencia, facilitando cada vez más los instrumentos posteriores, como es el caso del InvestEU, explicado a continuación.

En el ámbito financiero, la Comisión Von der Leyen dio continuidad al Fondo Europeo para Inversiones Estratégicas, pues se demostró su eficacia movilizandando la inversión privada. Es por ello que se propuso un nuevo instrumento permanente para el marco financiero: InvestEU,

adoptado en 2021, el programa se concibe como un fondo único que reúne en un solo mecanismo tanto el FEIE en adición a los otros 13 fondos de inversión estratégica en sectores especializados del período 2014-2019. Este programa dispone de una garantía presupuestaria de €26,2 mil millones, con la cual pretende asumir mayores riesgos respecto al programa anterior y movilizar más de €372 mil millones en inversiones (Parlamento Europeo y Consejo de la Unión Europea, 2021a). El programa se organiza en cuatro ejes principales, cada uno con cuotas presupuestarias específicas: En primer lugar, Infraestructuras sostenibles, destinado a proyectos en transporte, energía, conectividad digital y economía circular (€9.9 mil millones); seguido, PYMES (€6.9 mil millones), a continuación investigación, innovación y digitalización (€6.6 mil millones); y, por último, inversión social y desarrollo de competencias, destinado a proyectos en educación, salud, inclusión social y formación profesional (€2.8 mil millones). Adicionalmente, así como las distintas partidas responden a la dirección política por la cual apuesta la Comisión Von der Leyen, los proyectos de los interesados en adherirse al programa también deben cumplir con ciertos criterios de elegibilidad que demuestren estar alineados con las políticas de la Unión, demostrando un valor de contribución civil y europeo. Por último, los fondos del programa son implementados a través de socios financieros como el el Banco Europeo de Inversiones (BEI) y otros bancos nacionales de desarrollo, que gestionan la garantía de la Unión para respaldar los proyectos de inversión. Por otro lado, las empresas y entidades interesadas pueden solicitar el acceso a la financiación mediante entidades bancarias intermediarias. Como podemos observar, este programa, además de procurar la estandarización y la homogeneización de las distintas plataformas de créditos europeos ya asentados en la Comisión Juncker, procura que la acción política lleve ese abanderamiento sostenible, resiliente y digital por el cual se apostó y se enmarcó en el PVE.

Si bien es cierto que el período de implementación del programa comienza y termina con el Marco Financiero Plurianual, por el período correspondiente a 2021-2027, hasta la fecha el programa ha demostrado ser un instrumento eficaz para movilizar inversiones en la Unión. Según la Evaluación Intermedia del Programa InvestEU (Comisión Europea, 2024), para diciembre de 2023 se han producido avances significativos en la implementación: ha sido asignado el 90% de la garantía total del programa, de los cuales el 80% ya está aprobado para iniciar operaciones. Se estima que para entonces el programa ha logrado movilizar €218 mil millones de euros.

En conjunto, el giro expansionista, iniciado por el BCE a través de la APP, blindado legislativamente por la flexibilización de las jurisprudencia financiera y a la voluntad de los Estados miembros, evidenciado en el compromiso al adherirse al TCEG, reforzado políticamente por la Comisión Juncker mediante el lanzamiento del FEIE que continúa hasta hoy gracias a su armonización mediante el InvestEU; se ha logrado configurar un ecosistema institucional robusto que combina estabilidad monetaria, estímulo a la inversión y capacidad normativa para coordinar respuestas comunes ante inesperadas crisis. Esta arquitectura, formada tras décadas de reformas e innovación institucional, permitió a la Unión sentar las bases de una nueva manera de concebir la respuesta a los siguientes desafíos económicos. Así, cuando en 2020 la crisis sanitaria del COVID-19 desencadenó una contracción económica mundial sin precedentes, la Unión Europea ya contaba con una estructura política financiera y normativa adecuada para ejecutar una respuesta inédita: el NextGenerationEU, concebido no solo como una medida de emergencia, sino como una apuesta estratégica para transformar el modelo económico europeo al ritmo al que apunta la actual Comisión: sostenibilidad medioambiental, transformación digital y resiliencia económica.

## **Conclusión**

El análisis desarrollado permite concluir que el sistema económico-financiero europeo ha demostrado una notable capacidad de adaptación a lo largo de las últimas cinco décadas. Partiendo de un modelo inicial centrado en la estabilidad monetaria, la disciplina fiscal y el predominio de reglas estrictas, la Unión Europea ha ido incorporando progresivamente elementos que amplían su margen de actuación económica. Este proceso no ha supuesto una ruptura con el enfoque original, sino una evolución en la que la estabilidad continúa siendo un pilar fundamental, pero se complementa con una mayor capacidad de intervención, orientada a sostener el crecimiento y mitigar divergencias entre Estados miembros.

Las crisis han desempeñado un papel decisivo en esta transformación, actuando como catalizadores que han evidenciado las limitaciones del modelo inicial y han impulsado ajustes en la gobernanza económica. En particular, la crisis de deuda soberana europea marcó un punto de inflexión al poner de manifiesto la insuficiencia de un enfoque exclusivamente basado en la disciplina. A partir de entonces, se consolidó una orientación más flexible, que se materializa en la adopción de instrumentos capaces de reforzar la resiliencia del sistema y evitar respuestas fragmentadas.

La respuesta al COVID-19, con la puesta en marcha de mecanismos como NextGenerationEU, representa la expresión más avanzada de esta evolución. Sin embargo, este desarrollo plantea también interrogantes relevantes sobre el alcance y la sostenibilidad futura de este modelo, especialmente en relación con su posible consolidación o su carácter excepcional. En este sentido, el sistema económico europeo continúa enfrentando el reto de equilibrar estabilidad y capacidad de actuación, en un contexto marcado por nuevas incertidumbres económicas y geopolíticas.

## Bibliografía

- Banco Central Europeo. (2012). *Historia del Banco Central Europeo*.  
<https://www.ecb.europa.eu/ecb/history/html/index.es.html>
- Banco Central Europeo. (2015). *ECB announces expanded asset purchase programme*. [https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150122\\_1.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150122_1.en.html)
- Blyth, M. (2013). *Austerity. The history of a dangerous idea*. Oxford University Press.
- Comisión Europea. (1993). *Una Europa, una moneda*. Oficina de Publicaciones Oficiales de las Comunidades Europeas. [https://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/pages/publication6730\\_es.pdf](https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/pages/publication6730_es.pdf)
- Comisión Europea. (2010a). Reglamento (UE) n.º 1092/2010 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre de 2010, sobre la supervisión macroprudencial del sistema financiero de la Unión Europea y por el que se crea una Junta Europea de Riesgo Sistémico. *Diario Oficial de la Unión Europea*(L 331), 1-11. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=CELEX%3A32010R1092>
- Comisión Europea. (2010b). Reglamento (UE) n.º 1093/2010 por el que se crea la Autoridad Bancaria Europea (EBA). *Diario Oficial de la Unión Europea*. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=CELEX:32010R1093>
- Comisión Europea. (2010c). Reglamento (UE) no.º 1094/2010 por el que se crea la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación (EIOPA). *Diario Oficial de la Unión Europea*. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=CELEX:32010R1094>
- Comisión Europea. (2010d). Reglamento (UE) n.º 1095/2010 por el que se crea la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA). *Diario Oficial de la Unión Europea*. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=CELEX:32010R1095>

- Comisión Europea. (2011a). *The Economic Adjustment Programme for Ireland*. [https://economy-finance.ec.europa.eu/eu-financial-assistance/euro-area-countries/financial-assistance-ireland\\_enessay.utwente.nl+2](https://economy-finance.ec.europa.eu/eu-financial-assistance/euro-area-countries/financial-assistance-ireland_enessay.utwente.nl+2)
- Comisión Europea. (2011b). *The Economic Adjustment Programme for Portugal*. [https://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/occasional\\_paper/2011/op79\\_en.html](https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/occasional_paper/2011/op79_en.html)
- Comisión Europea. (2014). *Review of the 'Six-Pack' and 'Two-Pack'*. Dirección General de Asuntos Económicos y Financieros. <https://www.europarl.europa.eu/EPRS/EPRS-AaG-542182-Review-six-pack-two-pack-FINAL.pdf>
- Comisión Europea. (2015). *Aprovechar al máximo la flexibilidad que ofrecen las actuales disposiciones del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (COM(2015) 12 final)*. Comisión Europea. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/ALL/?uri=CELEX%3A52015DC0012>
- Comisión Europea. (2024). *Evaluación Intermedia del Programa InvestEU. Documento de trabajo del personal de la Comisión SWD(2024) 229*. Comisión Europea. [https://commission.europa.eu/document/download/2cb72ebe-0a12-4f8d-beaa-2d89eb15b460\\_en?filename=Commission+Staff+Working+Document+%E2%80%93+InvestEU+Interim+Evaluation+Executive+Summary+of+the+Evaluation.pdf](https://commission.europa.eu/document/download/2cb72ebe-0a12-4f8d-beaa-2d89eb15b460_en?filename=Commission+Staff+Working+Document+%E2%80%93+InvestEU+Interim+Evaluation+Executive+Summary+of+the+Evaluation.pdf)
- Comisión Europea y Reino de España. (2012). *Memorando de Entendimiento sobre condiciones de Política Sectorial Financiera, hecho en Bruselas y Madrid el 23 de julio de 2012, y Acuerdo Marco de Asistencia Financiera, hecho en Madrid y Luxemburgo el 24 de julio de 2012*. Boletín Oficial del Estado, núm. 296, 84550–84620. [https://www.boe.es/diario\\_boe/txt.php?id=BOE-A-2012-14946](https://www.boe.es/diario_boe/txt.php?id=BOE-A-2012-14946)
- Comité de Gobernadores de los Bancos Centrales de la Comunidad Europea. (1989). *Informe Delors sobre la Unión Económica y Monetaria en la Comunidad Europea*. [https://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/pages/publication7454\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/pages/publication7454_en.pdf)

- Consejo de la Unión Europea. (1997, Julio 7). Reglamento (CE) n° 1466/97 sobre el fortalecimiento del seguimiento de las posiciones presupuestarias y de la coordinación de las políticas económicas (Texto consolidado). *Diario Oficial de las Comunidades Europeas*(L 209), 1-16. <https://eur-lex.europa.eu/eli/reg/1997/1466/oj>
- Consejo de la Unión Europea. (2012, Junio 29). Euro Area Summit Statement. Council of the European Union. <https://www.consilium.europa.eu/media/21400/20120629-euro-area-summit-statement-en.pdf>
- Consejo de la Unión Europea. (2013). Council Regulation (EU) No 1024/2013 of 15 October 2013 conferring specific tasks on the European Central Bank concerning policies relating to the prudential supervision of credit institutions. *Official Journal of the European Union*(L 287), 63-89. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32013R1024>
- Consejo Europeo. (2011). European Council Decision 2011/199/EU of 25 March 2011 amending Article 136 of the Treaty on the Functioning of the European Union with regard to a stability mechanism for Member States whose currency is the euro. *Official Journal of the European Union*(L 91), 1-2. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32011D0199>
- Consejo Europeo. (2012). Treaty on Stability, Coordination and Governance in the Economic and Monetary Union [International agreement]. [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:42012A0302\(01\)yqid=1754755768298ç](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:42012A0302(01)yqid=1754755768298ç)
- Draghi, M. (2012, Julio 26). Verbatim of the remarks made by Mario Draghi [Discurso]. Banco Central Europeo. <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html>
- Eucken, W. (1952). *Grundsätze der Wirtschaftspolitik [Principios de política económica]*. Tübingen: J.C.B. Mohr.

- Ferrara, F. M. (2006). Le cause della moderazione della crisi economica del 2001. *Munich Personal RePEc Archive*. <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/4042>
- Gong Cheng, Bank for International Settlements. (2020). The 2012 private sector involvement in Greece (Discussion Paper No. 11). *European Stability Mechanism*. <https://www.esm.europa.eu/system/files/document/esmdp11.pdf>
- Mecanismo Europeo de Estabilidad. (2018). Explainer on ESM and EFSF financial assistance for Greece. *European Stability Mechanism*. <https://www.esm.europa.eu/assistance/greece/explainer-esm-and-efsf-financial-assistance-greece>
- Parlamento Europeo y Consejo de la Unión Europea. (2014). Reglamento (UE) n.º 806/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo de 15 de julio de 2014 por el que se establece un Mecanismo Único de Resolución y un Fondo Único de Resolución para las entidades de crédito y determinadas empresas de inversión. *Diario Oficial de la Unión Europea*(L 225/1). <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=CELEX%3A32014R0806>
- Parlamento Europeo y Consejo de la Unión Europea. (2015). Reglamento (UE) 2015/1017 del Parlamento Europeo y del Consejo de 25 de junio de 2015 por el que se establece el Fondo Europeo para Inversiones Estratégicas, el Centro Europeo de Asesoramiento para la Inversión y el Portal Europeo de Proyectos de Inversión. *Diario Oficial de la Unión Europea*, L 169, 1-38. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=CELEX%3A32015R1017>
- Parlamento Europeo y Consejo de la Unión Europea. (2021a). Reglamento (UE) 2021/523 del Parlamento Europeo y del Consejo de 24 de marzo de 2021 por el que se establece el Programa InvestEU y se modifica el Reglamento (UE) 2015/1017. *Diario Oficial de la Unión Europea*. *Diario Oficial de la Unión Europea*(L 107), 30-89. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=CELEX%3A32021R0523>

- Priewe, J. (2018). Germany's Continuing Current Account Surplus: A Problem for the Eurozone? *IMK Study N°59 Hans-Böckler-Stiftung*. [https://www.boeckler.de/pdf/p\\_imk\\_study\\_59\\_2018.pdf](https://www.boeckler.de/pdf/p_imk_study_59_2018.pdf)
- Spiegel, P. (2014, mayo 15). If the euro falls, Europe falls. *Financial Times*. <https://www.ft.com/content/b4e2e140-d9c3-11e3-920f-00144feabdc0>
- Szczepanski, M. (2019). A decade on from the crisis: Main responses and remaining challenges (PE 642.253). *European Parliament Research Service*. [https://www.europarl.europa.eu/thinktank/en/document.html?reference=EPRS\\_BRI\(2019\)642253](https://www.europarl.europa.eu/thinktank/en/document.html?reference=EPRS_BRI(2019)642253)
- Tribunal de Cuentas Europeo. (2020). Prevención de futuras crisis bancarias en la UE: Lecciones aprendidas de las crisis anteriores (Review 05/2020). *Oficina de Publicaciones de la Unión Europea*. [https://www.eca.europa.eu/Lists/ECADocuments/RW20\\_05/RW\\_Financial\\_Crisis\\_Prevention\\_ES.pdf](https://www.eca.europa.eu/Lists/ECADocuments/RW20_05/RW_Financial_Crisis_Prevention_ES.pdf)
- Unión Europea. (1992). *Tratado de Maastricht*. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=LEGISSUM%3Axy0026>
- Unión Europea. (2016). Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (versión consolidada). *Diario Oficial de la Unión Europea*(C 202).