

¿QUÉ FUTURO PARA EL EURO?

MANUEL SANCHIS I MARCO¹
 Universidad de Valencia

Recibido: 5 de enero de 2012

Aceptado: 7 de mayo de 2012

Resumen: La crisis del euro se hizo visible tras el estallido de las turbulencias en los mercados financieros durante el verano de 2007. La crisis global dejó en entredicho algunos de los dogmas mantenidos por los defensores del capitalismo libertario, como la eficiencia de los mercados financieros. A diferencia de lo que ocurrió en EE.UU., donde hubo diversas quiebras bancarias, la Unión Europea tomó medidas de recapitalización del sector bancario, estimuló la economía con medidas fiscales y con ayudas a empresas y familias, y construyó un entramado institucional para mejorar el marco regulador y de supervisión financiera. La crisis bancaria y financiera fue seguida, como de costumbre, de una crisis de deuda. En las sucesivas cumbres europeas de los años 2010 y 2011 se aceleró la constitución de fondos y de mecanismos de rescate para financiar a los países en dificultades, y evitar así el efecto contagio. La atención política se focalizó en esos fondos, encubrió la naturaleza política de la crisis y ocultó los desequilibrios de los tipos de cambio y de la balanza de pagos en la eurozona. Su corrección requiere transferencias de capital a través del presupuesto europeo hacia los países periféricos, devaluaciones internas en los países periféricos y revaluaciones internas en los países centrales, y sobre todo en Alemania.

Palabras clave: Eurozona / Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF) / Mecanismo Europeo de Estabilidad Financiera (MEEF) / Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) / Crisis de deuda / Devaluación interna / Revaluación interna.

WHICH FUTURE FOR THE EURO?

Abstract: The crisis of the euro became self-evident after the financial markets turmoil which took place during the summer 2007. The global financial crisis cast serious doubts about some dogmas put forward by the defenders of the libertarian capitalism, as the one on the efficiency of financial markets. Whereas in the US several episodes of bankruptcy took place within banks, in the EU the banking sector was recapitalised, fiscal measures were taken to support companies and families, and to stimulate the economy; moreover, an institutional framework was set up to improve the financial regulation and supervision. The banking and financial crisis was followed, as usual, by a debt crisis. In 2010-2011, successive European Summits accelerated the building up of financial facilities and rescue mechanisms to finance countries facing difficulties and to avoid the contagion effect. Political attention focussed on those funds, hiding the political nature of the euro crisis, and masking the exchange rate and balance of payments disequilibria in the eurozone. To correct them would require now enhanced capital transfers from the EU budget to the peripheral countries, continue internal devaluations of the peripheral countries, and start the internal revaluations in the core countries, namely in Germany.

Keywords: Eurozone / European Financial Stability Facility (EFSF) / European Financial Stability Mechanism (EFSM) / European Stability Mechanism (ESM) / Debt crisis / Internal devaluation / Internal revaluation.

1. EL CONTEXTO INTERNACIONAL

Aunque la crisis que vivimos hoy en la Unión Europea no tenga una naturaleza económica, sino política, su punto de ignición sí que cabe situarlo en la crisis de los mercados financieros del año 2007, resultado de la formación de una burbuja en el mercado inmobiliario estadounidense. Los créditos hipotecarios estadouniden-

¹ Investigador del Institut de Recerca en Econòmia Aplicada (IREA) de la Universitat de Barcelona.

ses de baja calidad (*subprime*) se desarrollaron con extraordinaria rapidez debido principalmente a la abundancia de crédito derivada del exceso de liquidez mundial y a las laxas condiciones con las que las instituciones financieras los concedieron.

En efecto, los países productores de petróleo y los emergentes acumularon durante el período 1996-2004 enormes superávits por cuenta corriente, dando lugar a lo que Bernanke (2005) denominó la *hipótesis del exceso global de ahorro*. Según una reformulación posterior del propio Bernanke (2007), el problema no consistió en el elevado déficit por cuenta corriente norteamericano, sino en la alta propensión a ahorrar por parte de la economía china. Por otro lado, los bancos compraron activos financieros “empaquetados”, que eran complejos, opacos y que estaban sobervalorados. Dentro de ellos se encontraban las hipotecas *subprime*. El desplome del mercado inmobiliario dio lugar a una espiral de impagos de las hipotecas *subprime*, convirtió los “empaquetados” en *activos tóxicos* para sus tenedores y, junto con el aumento de los riesgos en el sector financiero y la aparición de riesgos de los productos *titulizados*, generó una crisis global de confianza. Las empresas, y también algunos bancos, sufrieron un fuerte apalancamiento financiero que contribuyó a la formación de burbujas especulativas en los mercados inmobiliarios y al posterior derrumbe de los precios de los activos reales (viviendas) y financieros (acciones).

No obstante, la crisis financiera global no consistió en un problema exclusivo de los mercados financieros, sino que fue más bien un asunto más general relacionado con la mayor inestabilidad de los mercados de activos comparada con la de los mercados de bienes, pues esa inestabilidad generó expectativas que no se cumplieron (Comisión Europea, 2009a, 2009b). En el caso estadounidense, la creciente escasez de suelo y la mayor demanda por parte de la población y de la inmigración creó la falsa ilusión de subidas ininterrumpidas de los precios del mercado inmobiliario. En el caso europeo, las sólidas posiciones financieras de las empresas y las familias no hicieron temer una grave crisis de solvencia.

En el verano de 2007, sin embargo, la falta de información que tenían entre sí los bancos sobre la calidad de sus activos (créditos) barrió por completo su reputación en materia de solvencia y, debido a esta desconfianza mutua, el mercado interbancario se secó y se dispararon las primas de riesgo. El 7 de septiembre de 2007, y asociado al rescate de *Fannie Mae* y *Freddy Mac*, la enfermedad que aquejaba a Europa cambió dramáticamente de naturaleza, y la crisis, que en un principio se percibía como un problema de liquidez, se transformó poco a poco en una crisis de confianza. No obstante, el colapso sistémico aún se consideraba muy improbable. Un año después –el 15 de septiembre de 2008– el mundo se asomó al abismo cuando el secretario del Tesoro estadounidense, Henry Paulson, y la Reserva Federal (FED) dejaron quebrar al banco de inversión *Lehman Brothers*. Con ello perseguían, entre otros objetivos, demostrar lo equivocados que estaban aquellos que pensaban que el argumento del *too big to fail*, que hasta ese momento se ha-

bía aplicado a las instituciones financieras, seguía funcionando. Al dejar caer a *Lehman*, la FED aplicó el principio de que cada palo aguante su vela, y sacrificó el riesgo sistémico a cambio de salvar el principio de no permitir que funcionase el *azar moral*.

Hasta la quiebra de *Lehman*, la recesión económica siguió las pautas tradicionales de las desaceleraciones del período de posguerra en Estados Unidos. Como en períodos recientes (1986-1992) –y no solo en Estados Unidos, sino también en Reino Unido, España e Irlanda–, se había estado incubando una recesión alimentada por la caída de la actividad en la construcción. El declive del mercado inmobiliario no fue, sin embargo, el único factor que estimuló la desaceleración. La quiebra de *Lehman* y los temores de que el gigante asegurador *AIG* –que al final fue rescatado– pudiese arrastrar en su caída a las principales instituciones financieras de Estados Unidos y de la Unión Europea, convirtió en realidad la probabilidad de una crisis financiera sistémica. El pánico irrumpió en las bolsas, el valor bursátil de bancos y cajas se desplomó, aumentó la aversión al riesgo, se paralizó el flujo de capitales, y los inversores buscaron valores refugio como el oro (*safe havens*) donde protegerse.

Lo que había empezado como una crisis de liquidez y confianza se estaba perfilando peligrosamente como una crisis sistémica. El sistema financiero mundial había perdido su pregnancy, y su posible colapso se presentaba como una amenaza cierta y real. La crisis comenzó a retroalimentarse. Los bancos se vieron forzados a restringir el crédito, las expectativas de las empresas y de los consumidores se deterioraron, y la actividad económica entró en caída libre. En consecuencia, los bancos vieron aumentar sus créditos fallidos y recortaron aún más el crédito.

El hecho de que los bancos dejaran de suministrarse liquidez entre ellos y a las empresas puso de manifiesto los fallos del mercado en materia de regulación y de supervisión financiera. Los gobiernos y los bancos centrales suplieron ese vacío, y tomaron decisiones arriesgadas y heterodoxas bajo la forma de nacionalizaciones, transferencias de fondos de los contribuyentes, etc. Después, la globalización extendió el virus de los activos tóxicos con rapidez –sobre todo en Europa–, pero preservó a algunos países emergentes y a Latinoamérica.

Además del *exceso global de ahorro* (1996-2004) antes señalado, las razones más mediatas del origen de la *crisis global* primero y de la *crisis hodierna del euro* después hay que buscarlas, a mi juicio, en el dismantelamiento de los controles a la libre circulación de capitales y en la innovación y desregulación financiera internacional que tuvo lugar durante los últimos treinta años. Esto último es particularmente cierto para Estados Unidos y, en menor medida, para los países de la UE. Se eliminaron mecanismos de control y se suavizaron las condiciones de supervisión financiera y bancaria, lo que dio lugar a incentivos perversos que los directivos de algunos bancos aprovecharon para hacer negocios sucios. Los mercados financieros, en lugar de gestionar el riesgo financiero –pues en eso con-

siste su función principal–, se dedicaron a crearlo para seguir haciendo negocio autoinducido, de modo que algunas de lo que los expertos habían llamado *innovaciones financieras* pasaron a ser simples barbaridades, puro *bandolerismo financiero*.

A partir de septiembre de 2008 comenzó la mayor recesión de la posguerra. Miles de inversores vieron esfumarse sus ahorros porque algunos de los economistas y expertos financieros –que tenían, y siguen teniendo, una fe ciega en la autorregulación de los mercados financieros– defendieron durante decenios que toda innovación financiera es siempre beneficiosa, aunque no esté reglada. El Banco Central Europeo (BCE), por su parte, desde finales del año 2008 comenzó a refinanciar con créditos a los bancos de forma creciente. Ello permitió que el eurosistema generase una transferencia real de recursos –bajo la forma de créditos subsidiados– desde los países acreedores a los países deudores. La estabilidad de estas trasferencias ni estaba ni está garantizada en absoluto, debido a que podrían comprometer al eurosistema y desembocar en episodios inflacionistas.

2. LECCIONES QUE EXTRAER

No hay unanimidad entre los economistas a la hora de extraer las conclusiones que se derivan de la crisis financiera global y de su transmisión a la zona euro. Sin embargo, sí que existen, en mi opinión, al menos tres posiciones distintas sobre lo que ha podido fallar. Por un lado, se encuentran los ultraliberales, como Alan Greenspan, para quienes las crisis financieras están en la naturaleza humana. Debido a ello, y a que la memoria de los mercados financieros dura diez años, opinan que será inevitable que una nueva crisis financiera acuda a su cita con puntualidad dentro de diez años. Por otro lado, tenemos a los neoclásicos, para los que no es el mercado quien ha fallado, sino los encargados de regularlo y controlarlo. En otras palabras, la codicia de las instituciones financieras ha sido posible porque los políticos han permitido una total falta de regulación de los mercados y de las instituciones financieras. Y por último, están los neokeynesianos, algunos de los cuales siguen confiando en la racionalidad de los inversores y de los mercados, y en que estos últimos funcionan por lo general correctamente. Dentro de este grupo, solo unos pocos han rechazado el comportamiento racional como paradigma del comportamiento económico, y han situado el origen de la crisis en los fallos del mercado. Por este motivo, para estos últimos fortalecer el gobierno y el Estado ha sido la mejor garantía para conseguir un funcionamiento correcto de los mercados y conjurar las catástrofes económicas que se derivan de unos mercados financieros instalados en la práctica del anarquismo económico.

Las responsabilidades del desaguado financiero global están muy compartidas: los bancos centrales y las instituciones internacionales porque no previeron la crisis o porque la facilitaron con sus políticas de exceso de liquidez; las agencias de calificación del riesgo (*rating agencies*) porque, en connivencia con

las instituciones financieras calificadas, engañaron a los compradores de los activos financieros sobre el verdadero valor de estos²; los fondos de alto riesgo (*hedge funds*) porque funcionaron desreglados y con total libertad; y los banqueros porque sacaron del balance (*off balance*) muchos pasivos con riesgos dudosos.

En la transición desde el capitalismo gerencial corporativo al capitalismo financiero global todos sus actores han mantenido una fe ciega en la capacidad de autorregulación de los mercados. A pesar de lo anterior, y aunque sea a título provisional, me arriesgaré a extraer una serie de lecciones sobre la crisis financiera global (Sanchis, 2011) que se podrían agrupar en torno a tres ejes: por una parte, los asuntos asociados con el *azar moral*; por otra, los fallos del mercado; y, por último, el fracaso de la ideología de la *mano invisible* y del *laissez-faire*.

- 1) *El argumento del tipo «too big to fail» es indefendible cuando a cambio no hay una política férrea de regulación.* Sin esa política estamos permitiendo que se instale en el sistema financiero mundial el *azar moral*, es decir, alentamos que las instituciones financieras tomen decisiones arriesgadas que nunca habrían tomado si no tuviesen la seguridad de que, en último término, las consecuencias de estas serán siempre asumidas por las autoridades económicas. Algunos economistas piensan que ahora hay que vivir con un sistema financiero en el que reina el *azar moral*, mientras que otros, por el contrario, opinamos que para rescatar un banco y asegurarse de que esa actuación no genera *azar moral*, basta con enviar a los juzgados a sus gestores, introducir sanciones y penalizar a los accionistas.
- 2) *La crisis ha puesto también de manifiesto los límites del “enfoque de la supervisión delegada”.* No es cierto que solo una parte reducida del sistema financiero, como es el caso de los bancos comerciales, necesite regulación, control y supervisión. Aunque en algunos casos no sea necesaria *más* regulación, conviene establecer una *mejor* regulación financiera que, por un lado, permita una más clara y rápida asunción de las responsabilidades y, por otro, contribuya a acabar con la *regulación suave* de las finanzas internacionales.
- 3) *La crisis ha demostrado que es falsa la afirmación según la cual hay que dejar tranquilas a las instituciones financieras porque saben lo que hacen.* Esto plantea ahora la necesidad de limitar el poder de los bancos. Estamos ante una crisis de falta de prudencia y de responsabilidad moral que permitió crear las condiciones que alimentaron la burbuja inmobiliaria estadounidense y, con ella, una mayor inestabilidad en los mercados de activos. En la crisis financiera global, bancos y cajas fueron incapaces de saber hasta dónde había llegado la contaminación en sus balances. Por otro lado, las agencias de calificación del riesgo (*ra-*

² Basta con recordar que *Standard & Poor's* le había asignado a *Lehman Brothers* la máxima calificación crediticia (AAA) el día anterior a su quiebra.

ting agencies) tampoco hicieron bien su trabajo y, además, siguieron siendo un oligopolio estadounidense.

- 4) *Crear que las finanzas se mueven por principios y leyes exactas como la física conduce a excesos costosos que pagan quienes no tienen nada que ver con ella.* Los sistemas basados en los mercados financieros, como el estadounidense, tienen una capacidad desestabilizadora sobre las finanzas globales muy superior a los sistemas bancarizados como el europeo o el japonés. Sin embargo, estos últimos están más expuestos que los primeros a sufrir las repercusiones negativas de la crisis debido a sus estrechas conexiones económicas y financieras con las empresas.
- 5) *La fe ciega de muchos economistas en la eficiencia de los mercados financieros ha desempeñado un papel determinante en la aparición de la burbuja.* Se ha demostrado falsa la creencia en la *hipótesis del mercado eficiente* promulgada por Eugène Fama (University of Chicago) y Michael C. Jensen (Harvard Business School), según la cual los mercados financieros siempre valoran los activos en su preciso valor intrínseco con la condición de que toda la información esté públicamente disponible. Esa ideología les impidió percibir que los precios de los activos poco tenían que ver con la situación fundamental del mundo real, sino más bien con el precio de otros activos.
- 6) *La crisis supone el derrumbe ideológico de la escuela de Chicago.* Esta escuela defiende, en mi opinión, una visión ilustrada e ideologizada de la macroeconomía, aquella de la *nueva economía* que nos prometía el fin de los ciclos económicos. Incluso muchos economistas neokeynesianos han seguido pensando que los inversores y los mercados son racionales, y que por lo general funcionan correctamente. Solo unos pocos han rechazado el comportamiento racional como paradigma del comportamiento económico (Schneider, 2010). Sin embargo, la llamada *racionalidad económica* se puede abordar desde al menos dos perspectivas (Sen, 2008, pp. 30-39): la primera se identifica con la consistencia *interna* en la elección (Gellner, 2005, pp. 185-192); y la segunda se hace equivaler con la maximización del interés propio, lo que rechaza de manera frontal la ética, pues cualquier comportamiento que se ocupe de intereses distintos de los propios es etiquetado como *irracional*. Al fin y al cabo, el pensamiento económico no es otra cosa que una prolongación de la lógica formal.
- 7) *La crisis supone el fracaso de la ideología de la mano invisible y del «laissez-faire» ultraliberal.* La caída de Lehman y el subsiguiente colapso del sistema financiero mundial es equivalente a la caída del muro de Berlín para el comunismo soviético. Si el colapso de la ideología comunista había fortalecido el fundamentalismo de mercado y el *laissez-faire* ultraliberal, ahora, *sensu contrario*, el colapso de la “gran recesión”, aunque no constituye el fin del capitalismo, sí que certifica el fracaso de la ideología del *laissez-faire* ultraliberal que ha alimentado el pensamiento de los *gurús* financieros.

3. LA REACCIÓN EUROPEA

Ante el aumento de la aversión al riesgo y el peligro de colapso de los flujos de capitales, los bancos centrales reaccionaron adoptando medidas no convencionales. A mediados de marzo de 2009, la FED cambió de estrategia y comenzó a comprar activos hipotecarios, papel comercial y deuda pública con el propósito de inyectar dinero nuevo al sistema y de incentivar la inversión en bolsa en renta variable. También en marzo de 2009, el Banco de Inglaterra aplicó medidas monetarias no convencionales: imprimió dinero para comprar *gilts*, es decir, bonos del Gobierno, algo a lo que el BCE se mostró en principio reacio.

Por lo que respecta al Banco Central Europeo –que ya antes había manifestado su disposición a hacer *quantitative easing* si lo consideraba necesario–, anunció a principios de mayo de 2009 la adopción de *medidas no convencionales*. Es decir, que se mostró dispuesto a imprimir dinero y a aplicar otras medidas: i) rebajó el tipo de intervención al 1%; ii) amplió a doce meses el plazo de los créditos a la banca europea a tipo fijo –que en la Cumbre de 9 de diciembre de 2011 volvió a ampliar hasta los tres años para proporcionar liquidez a los bancos europeos con el fin de desbloquear el mercado interbancario para que los bancos europeos se volviesen a prestar dinero entre ellos–; y, iii) compró cédulas hipotecarias (activos), esto es, títulos respaldados por hipotecas, por valor de 60.000 millones de euros en el mercado secundario, lo que supuso una ampliación del pasivo monetario o base monetaria del BCE. Sin embargo, no especificó cómo se iba a instrumentar esta operación, ni concretó a qué entidades y países las iba a comprar –Alemania, Francia y España representan cerca del 20% de la eurozona–, ni qué tipo de papel iba a aceptar. Durante la crisis financiera, el eurosistema tomó medidas de política monetaria no convencionales y a gran escala que fueron efectivas y que ayudaron a prevenir una recesión prolongada, pero que no pueden constituir una solución a largo plazo ni sustituir la tarea que tienen los bancos europeos de sanear sus pasivos dañados (Weber, 2011, p. 239).

Los gobiernos europeos, por su parte, también estuvieron muy activos, y respondieron a la crisis financiera en tres frentes: en primer lugar, recapitalizando las instituciones financieras; en segundo lugar, aplicando programas de estímulo fiscal; y, por último, concediendo ayudas a algunos sectores de la economía real. En el *sector financiero* dieron garantías públicas a los bancos, en algunos casos los recapitalizaron y en otros los nacionalizaron. En el *sector de las familias y las empresas* aplicaron medidas de estímulo fiscal, de carácter discrecional, y dirigidas a apoyar a las familias; también dieron ayudas a los parados mediante medidas de mayor gasto, y a las empresas a través de un mayor gasto de inversión. Por último, en la *economía real* se desplegaron medidas dirigidas al mercado de trabajo en favor de una mayor inversión en eficiencia energética, I+D+i, infraestructuras y apoyo a las empresas de sectores claves como el automóvil, el turismo y la construcción.

La Comisión Europea, por su parte, estableció una estrategia europea para salvaguardar la estabilidad financiera. Así, el 29 de octubre 2008 el presidente Barroso pronunció su discurso *De la crisis financiera a la recuperación: un marco europeo para la acción*; inmediatamente después, el 26 de noviembre 2008, la Comisión lanzó el *Plan Europeo de Recuperación Económica*; más tarde, el 25 de febrero de 2009 se publicó el informe final del Grupo de Alto Nivel sobre Supervisión Financiera en la UE, dirigido por Jacques de Larosière (De Larosière, 2009), que sentó las bases para consolidar la coordinación y cooperación de los distintos supervisores nacionales mediante la creación de nuevas agencias europeas con autoridades capacitadas para supervisar el riesgo del sistema financiero europeo en su conjunto.

El 27 de mayo de 2009 la Comisión publicó la Comunicación *Supervisión financiera europea*, dirigida a salvaguardar la estabilidad financiera europea. Esa Comunicación constituye la piedra sillar sobre la que se han sentado las bases para la construcción de un plan de acción que persigue reformar el método de regulación y supervisión de los mercados financieros en la Unión Europea. Entre las medidas se incluyeron iniciativas sobre los fondos de inversión alternativos –incluidos los *hedge funds*– y sobre las remuneraciones de los ejecutivos. En la actualidad, el nuevo marco regulador para salvaguardar la estabilidad financiera europea está asentado en dos pilares:

- 1) El Consejo Europeo de Riesgo Sistémico (CERS), que se ocupa de la supervisión prudencial macro, es decir, de vigilar y valorar las amenazas de riesgo sistémico que puedan surgir de la evolución macroeconómica, así como del propio sistema financiero en su conjunto. A estos efectos, consta de un sistema de alerta temprana y, si es necesario, formula señales de alerta y recomendaciones al Consejo ECOFIN y a las autoridades financieras supervisoras europeas para que actúen. Su objetivo es corregir la vulnerabilidad del sistema financiero ante los riesgos sistémicos interconectados, complejos, sectoriales e intersectoriales.
- 2) El Sistema Europeo de Supervisores Financieros (CESF), que se encarga de la armonización prudencial micro, es decir, de establecer una red de supervisores financieros nacionales que trabajan estrechamente con las nuevas autoridades financieras supervisoras europeas con el objetivo de salvaguardar la solidez financiera de las entidades financieras individuales y de proteger a los consumidores de servicios financieros. Esta red combina la supervisión de entidades en el ámbito nacional con la centralización de tareas específicas en el ámbito europeo con el fin de reforzar las reglas armonizadas, así como una supervisión y puesta en práctica de modo coherente. Con ello se persigue reforzar la confianza entre los supervisores nacionales y asegurarse de que la voz de los supervisores invitados se exprese de forma apropiada en la formulación de las políticas de supervisión que tengan que ver con la estabilidad financiera y con la protección del consumidor de cara a que los riesgos entre países se afronten del modo más eficaz.

4. EL TRÁNSITO A LA CRISIS DEL EURO

Las medidas de los gobiernos europeos y de la misma Unión Europea frente a la “gran recesión” dispararon las cifras de déficit públicos que, en un contexto económico recesivo, generaron una dinámica peligrosa de la ratio deuda/PIB. Este hecho no pasó desapercibido para los inversores internacionales, conscientes de que de modo casi invariable las crisis bancarias y financieras siempre son seguidas de crisis de deuda soberana. Además, en el caso de la Unión Europea, las crisis de déficit y deuda –necesarias, por otra parte, si se quería evitar el colapso del sistema económico y financiero global– pusieron de manifiesto la naturaleza genuinamente política de la crisis del euro y dejaron en entredicho la racionalidad económica de sus reglas de disciplina fiscal.

El lanzamiento del euro en el año 2002 supuso para los países que lo adoptaron la renuncia explícita a utilizar la política monetaria y de cambio con fines estabilizadores. Se dejaba a la política fiscal la tarea de estabilización macroeconómica frente a perturbaciones asimétricas, una función para la que está muy mal equipada. Antes de que se aprobaran las reglas fiscales en la eurozona, cualquier país de la zona euro que se viese afectado por una perturbación negativa podía, en buena lógica, utilizar la política fiscal de manera flexible, dejando que el déficit público aumentase y permitiendo así el libre juego de los estabilizadores automáticos. Siempre que los mercados de capitales fuesen eficientes, sin fricciones, y que los gobiernos pudiesen incurrir reiteradamente en déficit públicos sin tener que hacer frente a problemas de solvencia o de sostenibilidad de la política fiscal, esa mayor necesidad de endeudamiento podía ser acomodada sin dificultades por el resto de los países de la zona con exceso de ahorro.

No obstante, el pago del servicio de la deuda reducía el margen de maniobra futuro del país afectado negativamente por una perturbación, y era precisamente en aquellos momentos cuando la política fiscal necesitaba disponer de un mayor margen de maniobra para hacer frente a esa perturbación con mayor flexibilidad. Sin embargo, la rápida acumulación de déficit públicos y deuda contribuía al aumento de los tipos de interés reales a largo plazo, suponía una rémora para el crecimiento y situaba a la relación deuda/PIB en una senda de crecimiento explosiva, planteando en toda su crudeza el problema de la sostenibilidad financiera para los países en dificultades.

Una de las principales razones esgrimidas por la literatura para justificar la introducción de reglas fiscales en una unión monetaria era precisamente esa: que su inexistencia podía dar lugar a externalidades negativas de unos países de la zona monetaria sobre otros al ejercer una presión al alza sobre los tipos de interés, aumentando por este motivo la carga por intereses de los demás países miembros y obligándolos a adoptar políticas fiscales más restrictivas de lo necesario con el fin de poder hacer frente al pago de tipos de interés más elevados. Además, las políticas fiscales expansivas interferirían con la política monetaria, ya que el BCE esta-

ría más inclinado a no endurecer –subiendo los tipos de intervención– su política monetaria.

Estos argumentos, sin embargo, fueron criticados porque subyacía en ellos la idea de que los mercados de capitales no eran eficientes, es decir, que eran incapaces de asignar una prima de riesgo diferente a la deuda pública de cada país miembro en función de la situación particular de sus finanzas públicas. Las externalidades negativas no tendrían lugar con mercados de capitales que funcionasen sin fricciones, es decir, que fuesen eficientes. No obstante, y a pesar de lo anterior, seguía siendo posible que los mercados, a la hora de asignar una prima de riesgo a aquellos países con finanzas públicas menos saneadas, tuviesen en cuenta las repercusiones que podía tener una declaración de insolvencia de uno de estos países sobre los demás.

Para evitar esta distorsión, el Tratado introdujo el artículo 104B, que prohibía a la Comunidad o a los Estados miembros asumir o responder de los compromisos de otro Estado miembro. Para salvar el problema de credibilidad en la aplicación de esta cláusula de no rescate, era necesario establecer reglas rigurosas sobre el tamaño del déficit permitido dentro de la Unión. Por ello, y ante las dificultades a la hora de aplicar esas reglas, el artículo 104C del Tratado sustituyó esta idea por el llamado *Procedimiento de déficit excesivos* (PDE), según el cual se formulaban recomendaciones a los Estados miembros para que recondujesen sus finanzas públicas con arreglo a los criterios de Maastricht.

5. LA CRISIS POLÍTICA DEL EURO

Hasta el inicio de la crisis del euro en el año 2009 los economistas decidieron ignorar los desequilibrios de la balanza de pagos entre países de la eurozona. Algunos, incluso, fueron incapaces de comprender las implicaciones que acabamos de dibujar en la sección anterior, y que varían radicalmente según estemos ante una unión monetaria compuesta por países soberanos que comparten una moneda común o ante una unión política de países que comparten soberanía con una misma moneda.

En el caso de España, desde que en el año 1996 los mercados se convencieron de que entraríamos en la zona euro, la prima de riesgo se estrechó drásticamente. Esto nos permitió crecer con tipos de interés reales alemanes, y a veces negativos, estimuló la expansión de la demanda interna sin el correspondiente incremento de la producción nacional, amplió el déficit exterior y aceleró la inflación deteriorando nuestra competitividad-precio exterior. Además, en el año 2002 la entrada de la economía española y de otros países periféricos en el euro se produjo en el contexto de una política monetaria muy laxista por parte del BCE, idónea para estimular el crecimiento de la estancada economía alemana, pero letal para la española y en general para las periféricas. Todo ello nos permitió experimentar tasas de inflación superiores a los países centrales de la eurozona, sin que una política fiscal contrací-

clica y un mayor esfuerzo fiscal contuviesen el gasto, o persiguiese superávit públicos con mayor ambición. Estas laxas políticas macroeconómicas generaron exceso liquidez, alimentaron la burbuja inmobiliaria y permitieron el recalentamiento de nuestra economía.

Lo mismo que ya había ocurrido durante la crisis del Sistema Monetario Europeo en los años 1992 y 1993, también ahora los mercados financieros continuaban financiando confiadamente a los países periféricos de la zona euro a la vez que sus diferenciales de precios y costes relativos con respecto a los países del centro se iban ensanchando, mientras que sus déficit por cuenta corriente se iban agrandando. En el caso de España, el diferencial de precios acumulado en el período 1999-2008 con la zona euro fue del 17,2% –medido por el deflactor del PIB–, y el de costes laborales unitarios del 14,8% –medido para el total de la economía–. Estos desajustes en los tipos de cambio reales dieron lugar a desequilibrios exteriores muy sustanciales –en España del 10,5% del PIB en el año 2007–. Los mercados financieros se negaban a considerar las consecuencias económicas de estos desequilibrios: la capacidad de ahorro de los países de la periferia era muy inferior a su capacidad de inversión. Los países periféricos consumían e invertían el ahorro extranjero –en su mayor parte de los países centrales de la eurozona–, pero este préstamo no era gratuito y deberían devolverlo en algún momento. En España, por ejemplo, las transferencias al exterior por el pago de intereses crecieron hasta un -2,4% del PIB en el año 2007.

A raíz de la crisis financiera global, los mercados crediticios se tornaron inapetentes al riesgo, y los países periféricos de la eurozona –con voluminosos déficit públicos y elevadas deudas públicas, o en fase de explosión– experimentaron un seco frenazo en su financiación exterior, a la vez que eran incapaces de mantener –y mucho menos de reducir– el diferencial de competitividad con economías que, como la alemana, ya se habían ajustado a la crisis, aunque en exceso, y habían introducido años antes reformas estructurales que la situaban en una posición saneada para seguir siendo competitiva.

Esta parada repentina de la financiación exterior hizo emerger voluminosos déficit públicos y desencadenó crisis bancarias en los países periféricos. A pesar de las precauciones y las reglas fiscales contenidas tanto en el *Procedimiento de déficit excesivos* como en el *Pacto de Estabilidad y Crecimiento*, en abril de 2010 el ministro griego de Economía, George Papaconstantinou, solicitó la activación del mecanismo de ayuda, de acuerdo con la Declaración de los Jefes de Estado y de Gobierno de 25 de marzo, que permitía proporcionar ayuda financiera a Grecia cuando fuese necesario. Algunas semanas después la crisis griega contaminaba muy negativamente a economías como la española y empujaba la zona euro hacia el precipicio.

El 3 de mayo de 2010 se concedió a Grecia un crédito por valor de 30.000 millones de euros, pero a un interés punitivo del 5%, lo que obligó a los pocos días a aplicar un paquete de rescate en el Consejo ECOFIN extraordinario, que tuvo lugar

los días 9 y 10 de mayo de 2010³, y a crear dos nuevos mecanismos temporales de financiación: el *Fondo Europeo de Estabilización Financiera* (FEEF) y el *Mecanismo Europeo de Estabilidad Financiera* (MEEF). Las autoridades europeas se vieron enfrentadas ante el siguiente dilema: o bien intervenían con un rescate, lo que equivalía a dejar jugar el *azar moral*, alimentando así un mal comportamiento de los países miembros que, sabedores de que habría rescate, no aplicarían en el futuro la disciplina que exige el *Pacto de Estabilidad y Crecimiento* y dejarían en entredicho su racionalidad económica; o bien no rescataban, y permitían el impago de Grecia, dejando extenderse el efecto contagio sobre otros países periféricos de la zona euro y sembrando serias dudas sobre la viabilidad del euro. A este dilema había que añadir el problema de la fiabilidad de las cifras de déficit y deuda que fueron notificadas a la Comisión Europea por el Estado griego, y que habían servido para alimentar el *Procedimiento de déficit excesivos* (Gordo Mora *et al.*, 2007).

Sea como fuere, y a pesar de cierta parsimonia inicial, la presión de los mercados financieros precipitó que en la reunión del Consejo ECOFIN de los días 9 y 10 de mayo se crease, como ya hemos señalado, el *Fondo Europeo de Estabilización Financiera* (FEEF), y una capacidad financiera de hasta 750.000 millones de euros descompuesta en dos partes. Por un lado, 500.000 millones, de los cuales 60.000 serían aportados por la Comisión y los 440.000 restantes por los Estados miembros mediante la constitución de un instrumento financiero –el *Special Vehicle Purpose* (SPV)–, garantizado a prorrata por los Estados miembros con un vencimiento a tres años. Y, por otro lado, una aportación del Fondo Monetario Internacional (FMI) de 250.000 millones adicionales con una fuerte condicionalidad, al estilo de los programas de ayuda de este organismo.

De esta manera, en apenas tres meses, las autoridades económicas de la eurozona pasaron de hablar de una ayuda de 30.000 millones de euros a un programa de ayuda para Grecia de 110.000, y de ahí a la constitución del FEEF por una cuantía de 750.000 millones de euros, y del MEEF, aunque su capacidad financiera quedó restringida al no estar autorizados a comprar deuda en el mercado secundario y tener que dar créditos a cinco años a tipos del 5,8% cuando se obtenía financiación al 1,9%. Por último, el Banco Central Europeo anunció medidas que solo hacía unos días que se había negado a tomar, y acordó un nuevo *Programa del Mercado de Activos* (*Securities Market Programme*) para comprar deuda soberana y privada en la zona euro en el mercado secundario, amplió los programas de liquidez y renovó hasta enero de 2011 los acuerdos temporales de *swaps* en dólares con otros bancos centrales.

La constitución del FEEF para facilitar financiación para los países en dificultades causadas por condiciones externas fuera del control de esos países ha sido, probablemente, una de las decisiones políticas más arriesgadas que ha tomado la Unión Europea en muchos años. Sin embargo, la perspectiva de un derrumbe cer-

³ Reglamento (UE) n° 407/2010 del Consejo, de 11/05/10.

cano del proyecto de moneda única primó sobre vetos políticos y ayudó a sortear obstáculos jurídicos en la interpretación del Tratado. Así, la Cumbre Europea extraordinaria se acogió al artículo 122.2 del Tratado de Lisboa, que permite al Consejo, a propuesta de la Comisión, acordar en determinadas condiciones una ayuda financiera de la Unión a un Estado miembro que esté en dificultades o en riesgo de dificultades graves ocasionadas por catástrofes naturales o acontecimientos excepcionales que ese Estado no pudiera controlar. En cualquier caso, aunque la cuantía de 750.000 millones de euros fuese adecuada para Grecia o Portugal, resultaba insuficiente para otros países intermedios como Italia o España. Por lo que respecta al instrumento utilizado —el *Special Vehicle Purpose*—, resultaba de dudosa moralidad utilizarlo ahora cuando poco antes la propia Unión Europea había anunciado su intención de prohibir su uso futuro. Por otro lado, los mercados financieros seguían ejerciendo presión sobre las autoridades económicas europeas con el fin de comprobar la determinación de estas para seguir avanzando en el proyecto de integración europea. Durante los últimos años, los mercados financieros se han mostrado como los actores más determinantes para conseguir unos avances en la construcción europea que los propios políticos fueron incapaces de proponer e impulsar ¿Deberemos seguir dejando la federalización de Europa en manos de los mercados financieros, o más bien recuperarla para el ámbito de la política?

También se realizaron declaraciones de buenas intenciones en otros ámbitos institucionales como, por ejemplo, con la propuesta de creación de una agencia de *rating* que fuese genuinamente europea, aunque luego ha quedado en suspenso. A pesar de las constantes recomendaciones que realizaron durante años algunos funcionarios de la Comisión Europea —siempre desoídas por parte de la jerarquía—, difícilmente se podía comprender que Europa —el mayor bloque ahorrador mundial— tuviese que pasar por la horcas caudinas de la calificación de agencias americanas para poder lanzar emisiones en los mercados internacionales de capital; y que algunos países de la UE estuviesen en manos de las agencias americanas de *rating*, puesto que les podían impedir la obtención de financiación internacional en el caso de que redujesen la calificación por debajo del nivel de AAA, dado que los grandes fondos de inversión americanos tienen prohibido en sus estatutos suscribir emisiones de papel por debajo de ese nivel de calificación.

La Unión Europea estableció la nueva *Agenda 2020* e inició la reforma del *Pacto de Estabilidad y Crecimiento*. Anunció la posibilidad de que en el nuevo Pacto se considerase no solo la deuda pública, sino también la del sector privado, así como la necesidad de vigilar, entre otros, la evolución de los costes laborales unitarios. También se propusieron nuevas normas de regulación financiera y, entre ellas, nuevos supervisores financieros. El 7 de septiembre de 2010, los ministros de Economía de los veintisiete ratificaron un acuerdo, respaldado a finales de ese mes por el Parlamento Europeo, para que el paquete de reformas de regulación financiera entrase en vigor el 1 de enero de 2011. Ese acuerdo implicaba la creación de tres autoridades europeas para supervisar las actividades de banca, seguros y bolsas,

respectivamente; y una cuarta autoridad –el Consejo Europeo de Riesgos Sistémicos (CERS)– para prevenir situaciones de peligro financiero como, por ejemplo, la formación de burbujas inmobiliarias. Aunque la supervisión ordinaria se dejaba en manos de las autoridades nacionales, las autoridades europeas podrían intervenir directamente en bancos, seguros y bolsas en situaciones de emergencia. Las principales líneas de la reforma fueron en la dirección de establecer normas comunes y autoridades fuertes, prohibir productos financieros de alto riesgo y peligrosos, proteger al consumidor y reforzar los fondos de garantía.

Será vital que los nuevos mecanismos de supervisión estén exentos de posibles fallos, y también que se introduzcan límites a los *bonus* de los directivos financieros cuando no estén justificados por los resultados obtenidos por la institución financiera o la empresa. La Unión Europea también ha presentado propuestas para introducir un impuesto a la banca, que se traducirá en una contribución a los *Fondos de Garantía de Depósitos* de cada Estado miembro. Además, se han realizado pruebas de resistencia de la banca, lo que constituye un buen ejercicio de transparencia para recuperar la confianza, que deberían repetirse con cierta regularidad. También se estableció la Directiva sobre los fondos de alto riesgo (*hedge funds*) y se aprobó una propuesta para limitar las operaciones bursátiles a la baja.

A todo lo anterior cabe añadir, desde una perspectiva macroeconómica, que la Cumbre Europea de Deauville del 18 de octubre de 2010 sembró una gran confusión entre los inversores con el anuncio de la futura creación del llamado *Mecanismo Europeo de Estabilidad* (MEDE), que sustituiría de forma permanente al FEEF y al MEEF en el año 2013. A cambio, la deuda que emitiese el FEEF debía de tener cláusulas de acción colectiva (CAC), lo que obligaba a sus tenedores a aceptar su reestructuración o impago, lo que provocó el consiguiente desplome de los precios de la deuda y el rescate de Irlanda el 7 de diciembre de 2010.

El 12 de marzo de 2011 el Consejo Europeo aprobó el *Pacto del Euro* (*Euro Plus Pact*), que exigía a cada país miembro ajustar sus costes laborales a la evolución de la productividad y aumentar la flexibilidad laboral, y que contenía un nuevo compromiso presupuestario: una especie de *pacto de estabilidad y crecimiento* reforzado con reglas más restrictas de vigilancia, corrección automática y sanción de excesos presupuestarios. Además, los días 24 y 25 de marzo de 2011 el Consejo Europeo aprobó la creación del *Mecanismo Europeo de Estabilidad* (MEDE) que, como acabamos de señalar, sustituiría de forma permanente al FEEF y al MEEF inicialmente en el año 2013, pero que después se fijó para el 1 de julio de 2012. El MEDE funcionará como una especie de seguro contra catástrofes financieras y tiene prohibido comprar deuda en el mercado secundario, debe conceder préstamos solo en situaciones excepcionales, y prestar solamente si los inversores privados también lo hacen. La decisión de que estos serán los últimos en cobrar, detrás del FMI y del propio MEDE, en el caso de que un país accediese al MEDE, provocó el desplome del mercado de deuda y el rescate de Portugal el 4 de mayo de 2011.

El 11 de julio el Eurogrupo aplazó *sine die* el segundo tramo de rescate a Grecia, y empezó el contagio a Italia y España, que duró hasta finales de agosto de 2011. El 23 de octubre de 2011 el Consejo Europeo decidió autorizar al FEEF la compra de deuda en el mercado secundario, posibilitando la utilización de sus recursos –440.000 millones de euros–, y dando así un respiro al Banco Central Europeo, cuyas compras en el mercado secundario de deuda habían ascendido hasta los 156.500 millones de euros desde mayo de 2010, elevándose a finales del año 2011 hasta los 211.000 millones. Además, dicho Consejo decidió, asimismo, reforzar su capacidad efectiva al apalancarlo hasta un billón de euros a través del instrumento financiero *Vehículo Especial (Special Vehicle Purpose)*, que garantizaba al FEEF su primera pérdida hasta un 20%.

La ratificación del FEEF por parte del Parlamento de Eslovaquia dará un respiro al BCE, que hasta ahora había adquirido deuda pública de Grecia, Irlanda, Portugal, España e Italia. La Cumbre Europea de 9 de diciembre de 2011, por último, aceleró la entrada en vigor del tratado constitutivo del MEDE, fijando como objetivo su entrada en vigor el 1 de julio de 2012, como ya se ha señalado. El MEDE tiene mayor flexibilidad que el FEEF, pero puede que su capacidad de financiación sea insuficiente para atender el traspás de un país importante. Además, es posible que hasta que sustituya al FEEF ambas facilidades crediticias funcionen en paralelo, lo que ampliaría la financiación para la eurozona, pero plantearía serios problemas sobre las fuentes de esa financiación.

6. ¿QUÉ FUTURO PARA EL EURO?

Antes de la Cumbre Europea de 9 de diciembre de 2011 la canciller Angela Merkel vinculó un posible fracaso del euro con el final del proyecto de construcción europea, y tenía razón. Debemos dar la bienvenida a su inquietud, pero sería mucho más reconfortante poder constatar la voluntad política de Alemania para ofrecer soluciones a la crisis del euro en cuyo desarrollo su Gobierno tiene mucha responsabilidad. Hasta ahora, el punto focal del debate se ha centrado en los eurobonos y en la ampliación de fondo de rescate (FEEF). Estas soluciones proporcionan la liquidez necesaria a corto plazo, pero exigen cambios en los Tratados. En mi opinión, *desenfocan, además, lo que constituye el nudo gordiano de la crisis*: Alemania tiene que hacer sus deberes siguiendo las reglas vigentes de la unión monetaria. Existe una alternativa que, curiosamente, nadie menciona, que no exigiría cambios en los Tratados y que garantizaría un reequilibrio entre los países del euro que necesitan reajustarse: es la que pone de relieve la responsabilidad alemana en vez de descargarla sobre los sufridos y denostados griegos y los demás PIGS.

El euro es un proyecto de naturaleza estrictamente política, mientras que su racionalidad económica está muy limitada. Ambas racionalidades han entrado hoy en conflicto directo. La crisis actual demuestra que los miembros de una unión monetaria no pueden ajustarse frente a perturbaciones debido a las divergencias en mate-

ria de costes laborales unitarios (CLU) y de productividad, y a los desequilibrios entre ahorro e inversión. Esta afirmación es de manual, pero pocos son los que la utilizan. La absorción de cualquier perturbación requiere un funcionamiento adecuado de los mercados, la libre circulación de factores productivos y un proceso flexible de formación de salarios dentro de la unión monetaria. El ajuste requeriría un presupuesto común mínimo que incluyese una transferencia interregional de fondos, no para subsidiar rentas sino para igualar las condiciones de producción mediante programas de inversiones públicas.

¿Qué tenemos hoy? Ni más ni menos que una política monetaria *talla única* para todos los países de la eurozona. Esto obliga al BCE a prestar más atención a las necesidades macroeconómicas de los países centrales –Alemania y Francia en primer lugar– que a las de los periféricos. A principios de los años 2000, cuando ambas naciones necesitaban desesperadamente un revulsivo para sus estancadas economías, ejercieron una perniciosa presión sobre el BCE para que se doblegara a sus necesidades. Algunos, como la señora Merkel, parecen haberlo olvidado, pero aquella política monetaria tan interesada en ayudar a alemanes y franceses a salir del estancamiento ha sido, sin embargo, muy perjudicial para los periféricos. Los países centrales (¿ahora virtuosos?) salieron del estancamiento, pero a costa de inundar de liquidez a los demás y de alimentar tanto las burbujas inmobiliarias en España e Irlanda como el gasto sin restricciones en Grecia y Portugal. Lo que más trastornó fue, sin embargo, el empacho de liquidez que creó incentivos perversos: los costes laborales crecieron más rápidamente que la productividad, mientras que las autoridades gastaron de forma ilimitada, y tanto las familias como las empresas se sobreendeudaron. La superabundancia de liquidez hizo crecer el gasto doméstico por encima de la capacidad de producción nacional, traduciéndose en desequilibrios por cuenta corriente y en aceleraciones de los CLU.

La desmesurada presión de los países centrales sobre las instituciones de la UE –hoy olvidada por los Gobiernos alemán y francés– y sobre los restantes países miembros hizo mella en los inquebrantables compromisos fiscales. La aplicación del *Pacto de Estabilidad y Crecimiento* se gestionó con flexibilidad. El criterio del déficit lo violaron sistemáticamente los hoy virtuosos Alemania, Francia, Países Bajos y Austria; desde el año 2003 el criterio de deuda nunca se respetó. Todo ello tuvo lugar con la benévola complacencia de los demás países en las sacrosantas reuniones del ECOFIN, que hoy nadie recuerda.

Los desequilibrios ahorro/inversión entre los distintos países constituyen un reflejo del deterioro del déficit corriente y de la competitividad exterior en los países periféricos, y también de la mejora en los centrales. Los primeros ya han empezado a aplicar ajustes que incluyen severos recortes salariales, congelación de pensiones y algunos aumentos de impuestos. El fracaso de las negociaciones para ajustar los salarios ha producido un incremento espectacular del desempleo. Por contraste, Alemania y algunos pocos países centrales han ajustado cómodamente sus economías, han ampliado sus superávits exteriores y han mantenido sus costes laborales

alineados o por debajo del crecimiento de la productividad, y han contenido sus déficit fiscales. Estas divergencias, entre otras, han inducido una presión al alza en la prima de riesgo de Grecia, Irlanda y Portugal, que se ha extendido a Italia y España. Esto último interfiere en la política del BCE, y pone en entredicho la afirmación de Trichet: “*la unión monetaria permitirá la eliminación de las primas de riesgo*”. No ha sido así.

A pesar de lo anterior, los CLU empiezan a seguir una senda natural de ajuste en la mayoría de los periféricos. En España, por ejemplo, el diferencial con la eurozona se ha estrechado durante los últimos once trimestres, pero la situación aún reclama un reequilibrio en la posición relativa cíclica de la eurozona. Aquellos países donde los CLU han crecido de forma desmedida deberían instrumentar devaluaciones internas de entre un 8% y un 10% a lo largo de varios trimestres, mientras que Alemania –que desempeña el papel de piedra sillar– debería reducir su superávit corriente. Lo primero ha demostrado ser políticamente costoso para los afectados y, por lo que respecta a lo segundo, los países centrales juegan como el gato con el ratón y se hacen los locos. Su contribución al ajuste está por ver. Las “soluciones” propuestas por algunos líderes europeos, tales como la emisión de eurobonos o la ampliación del fondo de rescate, dan la impresión de que los actores clave de la UE no quieren comprender lo que está en juego, y contribuyen a alimentar un debate macroeconómico desenfocado que solo calmará a los mercados financieros de forma temporal. Restaurar la confianza de los mercados financieros requiere que los principales actores políticos europeos, liderados por Alemania, asuman sus responsabilidades históricas y reconcilien las dos racionalidades: económica y política.

Una política fiscal expansiva hoy en Alemania, de mayor gasto público, o recortes de impuestos, por ejemplo, haría recaer el peso del ajuste sobre el contribuyente alemán en el futuro, algo inaceptable para la señora Merkel. Sin embargo, una revaluación interna de un, digamos, 15% –mediante un aumento de los costes laborales– sería menos gravosa para el contribuyente alemán. Erosionaría, eso sí, los beneficios de las empresas orientadas al mercado exterior limitando sus exportaciones, pero estimularía la demanda exterior en los países periféricos. El resultado final sería similar al llamado *reajuste de paridades* bajo el viejo *Sistema Monetario Europeo*, aunque ahora el reajuste se ejerciese no a través de los tipos de cambio, sino de las variables domésticas, una especie de *reajuste de costes laborales unitarios*. Ese aumento de costes laborales produciría un incremento temporal de la inflación en Alemania, que el BCE debería acomodar. Con ello se revertirían las divergencias en precios y en CLU, y se contribuiría a calmar definitivamente a los mercados financieros. En términos de reputación, acomodar esa inflación sería menos costoso para el BCE que su actual política de compras de deuda pública de los países periféricos.

La alternativa consistiría en la voladura del euro, controles de capital más onerosos entre los distintos países de la eurozona, y una dramática y duradera recesión

y pérdida de empleos. Por el contrario, una revaluación interna de Alemania dejaría mejor enfocada la dicotomía económico-política del euro. ¿Cuál es el problema? Simplemente que Alemania y otros países centrales, que no hicieron los deberes que reclama la unión monetaria y que hoy siguen sin cumplir, prefieren que los ajustes se hagan en los países periféricos. Al final, todos somos esclavos de la voluntad de mantener a todo trance los márgenes de beneficios de los exportadores alemanes.

Por lo que respecta al futuro más próximo, la Cumbre Europea de 30 enero de 2012 debería determinar qué países pueden o quieren reactivar su economía. El Consejo Europeo de 9 de diciembre de 2011 no se detuvo en detalles sobre la *unión fiscal* propugnada por la canciller Merkel, simplemente nos legó la noción de un *nuevo pacto presupuestario* (¿otro más?) y medidas a corto plazo que proporcionan mayores recursos financieros contra la crisis. Los Estados se comprometen a equilibrar sus presupuestos o a alcanzar superávit, respetar el principio de déficit estructural no superior al 0,5% del PIB nominal, introducir esta regla en su Constitución, establecer mecanismos de corrección automáticos y aceptar la verificación de su cumplimiento por el Tribunal de Justicia.

Además, como ya hemos visto anteriormente, se acordó adelantar la creación –mediante un tratado internacional– del fondo de rescate permanente denominado *Mecanismo Europeo de Estabilidad* (MEDE) para que ya sea operativo el 1 de julio de 2012. El fondo, que entrará en vigor cuando haya sido ratificado por los Estados que representen el 90% del capital, podrá tomar algunas decisiones por mayoría cualificada, abolir la imposición de quitas a los acreedores privados, y tendrá una capacidad de rescate limitada a 500.000 millones de euros –aunque se pueda ampliar esta cifra más adelante– con los que podrá ayudar a los países a encontrar compradores de su deuda. Además, para fortalecer los instrumentos de defensa del euro, se amplían las aportaciones al FMI hasta llegar a los 200.000 millones de euros adicionales, de los 150.000 comprometidos hasta ahora. Es necesario, como después se verá, que el FEEF sea realmente de estabilidad financiera y no de redistribución de recursos bajo la forma de transferencias permanentes de renta sin contrapartida. Esto último sería políticamente inaceptable para Alemania y para los otros países centrales, e insostenible económicamente a largo plazo, pues pospondría el necesario ajuste de las economías deudoras.

Por lo que respecta al BCE, continuará con las compras de deuda en el mercado secundario, sin que puedan ser muy elevadas, puesto que a finales del año 2011 había un acumulado de 211.000 millones de euros. Tampoco se autoriza la compra directa de deuda pública de los Estados, pues el artículo 123 del Tratado prohíbe la autorización de descubiertos o la concesión de cualquier otro tipo de créditos por el BCE y por los bancos centrales de los Estados miembros, en favor de instituciones, órganos u organismos de la Unión, gobiernos centrales, regionales o locales de los Estados miembros, así como la adquisición directa a estos de instrumentos de deuda por el BCE o por los bancos centrales nacionales. Sin embargo, la concesión de

una línea de crédito de financiación ilimitada a los bancos a un plazo de tres años será vital para su supervivencia financiera.

Dado que la creación de eurobonos queda condicionada a la existencia de una unión fiscal en la unión monetaria, la *unión fiscal* de Merkel parece quedar reducida, de momento, a una mayor austeridad y a propuestas de armonización fiscal en impuestos de sociedades (por la competencia de Irlanda) y rendimientos del capital. Dado que esos impuestos distorsionan los movimientos de este, su armonización perfeccionaría la integración financiera y el mercado único, pero perjudicará a las economías periféricas como la española, al impedirles utilizarlos para compensar parcialmente la pérdida de competitividad y corregir nuestro desequilibrio exterior.

El tipo de *unión fiscal* que se aproxima refleja un enfoque y comprensión de la crisis que responde a los intereses nacionales alemanes y, quizá, algo *sarkozianos*, trasluce una comprensión desatinada sobre su naturaleza, y no contribuye mucho a diseñar una respuesta europea a ella. Está pensado en términos de crisis bancaria, fiscal, de deuda y de buen gobierno, lo que significa, sencillamente, no haber entendido demasiado. Por debajo de estas apariencias nos enfrentamos a una crisis política y a su implacable lógica interna que cercena la viabilidad del euro. Aunque con resonancias económicas, no se repetirá lo suficiente que la naturaleza de la crisis es genuinamente política, como lo fue la creación del euro. No respetar su lógica política ha provocado el actual desbarajuste de tipos de cambio reales dentro de la eurozona, y ha dado lugar a una crisis de la balanza de pagos que los políticos no quieren ver, pero que tendrán que resolver.

Merkel parte de un diagnóstico equivocado porque, más que endurecer las reglas fiscales –que, llegado el momento de la verdad, se violarán–, conviene corregir los desequilibrios exteriores en la eurozona. Esto requiere que los países periféricos perseveren en sus esfuerzos de ahorro doméstico (devaluación interna), y que Alemania movilice decididamente su ahorro nacional, es decir, que estimule su demanda aumentando los salarios (revaluación interna).

Aunque el *nuevo pacto presupuestario* refuerza la rigidez, todos sabemos que la proclamación solemne de promesas constituye el mejor elogio que el vicio puede hacer a la virtud: más sanciones y mayor automatismo no garantizan a los inversores su cumplimiento. Se comprende que Alemania, tras convencerse con Francia de lo fácil que resultó violarlas en el año 2003, desconfíe ahora de los periféricos y requiera mayores garantías. Pero le guste o no a Merkel, la cooperación entre miembros del euro no puede imponerse mediante reglas coercitivas. Requiere también confianza mutua, un *quid pro quo*. Las nuevas reglas, al no atacar el problema de fondo –desajustes cambiarios y de las balanzas de pagos–, ni despejarán dudas ni apaciguarán a los inversores.

¿Está Merkel realmente decidida a crear un Tesoro europeo? ¿Cómo explicar, entonces, su rechazo a los eurobonos? Avanzar seriamente hacia una *unión fiscal* requeriría una mayor coordinación de las políticas fiscales entre Estados miembros,

augmentar el tamaño y las capacidades redistributivas del presupuesto para que cumplierse con eficacia su función estabilizadora. Necesitamos un presupuesto del tamaño mínimo necesario para que el ECOFIN pueda utilizarlo como instrumento de política económica anticíclica. Esto nos llevaría a la necesidad de introducir un impuesto europeo que aumentase los recursos propios de la UE, a pesar de las reticencias franco-alemanas que quieren rebajar sus contribuciones. También exigiría políticas de transferencias de fondos europeos hacia regiones menos favorecidas, mediante inversiones, grandes proyectos de infraestructuras, etc. Esos recursos, canalizados por la vía del presupuesto europeo, podrían complementarse con créditos del Banco Europeo de Inversiones (BEI) y del Fondo Europeo de Inversiones (FEI).

Esto nos conduciría a la *unión de transferencias financieras*, asunto políticamente inaceptable tanto para Merkel como para la opinión pública alemana, de aquí la naturaleza política y no económica de la crisis del euro. Pero la supervivencia de los periféricos reclama tanto dosis adicionales de rigor como recursos financieros para ampliar su stock de capital (público y humano) que aumente nuestro crecimiento potencial y que nos permita competir en igualdad de condiciones con los países centrales. Por eso necesitamos un *quid pro quo*: ajuste sí, pero financiación para crecer y competir también ¿Por qué? Porque corregir la crisis de la balanza de pagos requiere compensar la *tendencia natural* (?) a que la mayor parte de las inversiones y de la actividad económica se concentre en la región europea que dibuja un arco desde Hamburgo hasta Milán, pasando por Londres y París.

En el informe sobre la unión económica y monetaria elaborado en respuesta al mandato del Consejo Europeo de estudiar y proponer etapas concretas que conduzcan a la unión económica y monetaria (Delors, 1989) ya se nos advierte de que la flexibilidad salarial y la movilidad de la mano de obra serán necesarias para eliminar las diferencias de competitividad existentes en distintas regiones y países de la Comunidad. El Informe Delors también subrayaba que, de no ser así, se producirían descensos relativamente acusados en la producción y el empleo en las zonas con menor productividad y que, con el fin de aliviar temporalmente el proceso de ajuste, podría ser necesario en ciertos casos aportar medios de financiación por vías oficiales.

Que la eurozona funcione sin fricciones requiere la libre circulación de capitales y de trabajo. Los primeros ya están liberalizados, pero el trabajo es más inmóvil. Además, la emigración de españoles cualificados a Alemania solo es sustitutiva del ajuste cambiario a corto plazo, mientras que a largo plazo socava la capacidad de crecimiento de la economía, al menos por dos razones: primera, porque supone una exportación de capital (humano) hacia los países centrales, lo que aumenta su capacidad productiva tanto como reduce la nuestra, pues los beneficios de la inversión realizada por España en estas personas los recogerá Alemania; y segunda, porque la emigración de españoles compromete tanto la sostenibilidad de nuestras

pensiones como financia las alemanas, una sociedad más envejecida que la española y, por eso, con una deuda oculta en pensiones superior a la nuestra, medida según la contabilidad intergeneracional.

Sin ajustar los tipos de cambio nominales solo podremos corregir el desequilibrio exterior en la eurozona mediante cambios en precios y costes relativos.

Una posibilidad consistiría en las transferencias de capital por la vía del presupuesto europeo. Esto corregiría a largo plazo los desequilibrios, pero resultaría políticamente inaceptable para Alemania dada la enorme cuantía de recursos que exigiría.

La segunda consistiría en devaluaciones internas de los periféricos mediante la reducción de precios en bienes, servicios y activos, algo que ya ha empezado, pero que tiene límites infranqueables.

La tercera propugnaría una política de relajación monetaria y de depreciación del euro por parte del BCE, lo que produciría una mayor inflación en los países centrales. Los precios de bienes y servicios aumentarían más rápidamente en estos que en los periféricos, absorbiendo su superávit exterior y reduciendo el déficit de los periféricos que, además, se ahorrarían parcialmente los costes de la deflación. Los países centrales sufrirían los costes económicos de la inflación, verían penalizado su ahorro y recuperarían devaluada la deuda soberana que mantienen en euros sus bancos. Esto último sería un mal menor, pues la alternativa sería no recuperarla; y, además, los costes de la inflación tendrían la ventaja de ser invisibles y de distribuirse temporalmente.

La cuarta, y quizás el escenario más realista, combinaría las tres anteriores: transferencias de capital por la vía del presupuesto europeo, devaluación interna en los periféricos y revaluación interna en Alemania mediante aumentos salariales o, como ya se hizo en el año 1964, introduciendo subsidios a las importaciones e impuestos a las exportaciones que penalicen los beneficios exorbitantes de los exportadores y no sobrecarguen al contribuyente alemán. No es lo ideal pero, mientras esperamos el nuevo Tratado, repartiría más equitativamente los costes del ajuste en la eurozona.

Conforme avance el año 2012, y Merkel vaya sintiendo en propia carne el daño social de la recesión, habrá más posibilidades de que flaquee su rigorismo fiscal y privilegie el crecimiento. Sin embargo, esto nos urgirá a dar un salto cualitativo que resuelva antes la crisis del euro. No podemos permanecer sentados bajo el volcán a la espera de que países importantes de la eurozona den un traspiés o pierdan la triple A, y tengan que acudir, menesterosos, al *Fondo Europeo de Estabilidad Financiera* (FEEF) ¿Qué haremos, entonces, cuando lo colapsen?

Al igual que Geoffrey Firmin –el atormentado protagonista de la novela de Malcolm Lowry *Bajo el volcán* que, encadenado al alcohol, naufraga y abraza su voluntad de autodestrucción–, también los europeos estamos bajo el volcán, embriagados por los vapores étlicos del euro. Impidamos su erupción y vernos arrasados por su lava, con el fin de que no sepulte la construcción europea, confirman-

do la profecía que realizó en el año 1949 el viejo Jacques Rueff: “*Europa se hará por la moneda o no se hará*”.

7. A MODO DE CODA

La Declaración de los Miembros del Consejo Europeo de 30 de enero 2012, que se titula *Hacia una consolidación que propicie el empleo y un crecimiento que propicie el empleo* (Consejo Europeo, Declaración de los Miembros del Consejo Europeo, SN 5/12), abordó dos cuestiones: la primera –sobre crecimiento y empleo– subrayó la prioridad del empleo, del acceso al crédito y de la mejora del mercado único; la segunda –sobre la estabilidad de la zona euro– hizo hincapié en la necesidad de combatir los déficit públicos, sin que ello implique afectar la inversión pública.

Por lo que respecta a la primera, el Consejo destacó, por un lado, la necesidad de cerrar la brecha de habilidades de la mano de obra, así como sus desajustes geográficos; y, por otro lado, propugnó reformas del mercado de trabajo para acompañar el crecimiento de los costes laborales a los de la productividad en cada país. Además, aconsejó combatir la segmentación del mercado de trabajo mediante la reducción de los costes no salariales –brecha fiscal–, que desincentivan la contratación especialmente en los trabajadores con salarios bajos y en los jóvenes. Para reducir el paro juvenil, el Consejo propuso que los jóvenes, apenas dejen la escuela, reciban una oferta de empleo de calidad, una educación continuada y un empleo de aprendizaje o unas prácticas lo más integradas posible en programas educativos, con el objetivo de que el abandono temprano en la escuela sea recuperado por la formación profesional.

Para mejorar la movilidad de la mano de obra, el Consejo propuso el uso más intenso y eficaz del Servicio Europeo de Empleo (EURES), el aumento de las colocaciones en empresas mediante el programa Leonardo da Vinci, una mejor utilización de los recursos del Fondo Social Europeo para programas de aprendizaje, el reconocimiento mutuo de cualificaciones profesionales, la tarjeta profesional europea, el pasaporte europeo de competencias profesionales, y la protección de los derechos suplementarios de pensión para los trabajadores emigrantes.

Por lo que respecta a la mejora en el funcionamiento del mercado único, se anunciaron medidas para estimular el comercio electrónico y para modernizar la legislación sobre el derecho de propiedad intelectual y las patentes. Según el Consejo Europeo, la financiación debería correr a cargo de los fondos estructurales, del Banco Europeo de Inversiones para las pymes y las infraestructuras –en colaboración con la iniciativa privada–, y mediante un mejor acceso al *venture capital* y a la “facilidad ‘progreso’ de microfinanciación”.

Por lo que se refiere a la segunda cuestión, esto es, la relativa a la estabilidad de la eurozona, el Consejo aceptó el paquete fiscal que contenía el Tratado sobre Estabilidad y Convergencia en la Unión Económica y Monetaria que consagra la

obligación de incorporar a la legislación nacional la llamada “regla de oro” –déficit ajustado al ciclo no superior al 0,5%–, e introduce nuevas reglas de votación junto con un mecanismo de corrección automática. También confirmó el acuerdo sobre el MEDE para su entrada en vigor en julio de 2012. En tercer lugar, acordó evaluar en el Consejo Europeo de 1 de marzo la adecuación de los recursos del FEEF y del MEEF. Y, por último, instó a los ministros de finanzas a que tomaran las medidas oportunas para alcanzar un acuerdo sobre la participación del sector privado en la resolución del problema de la deuda griega.

Como vemos, han sido pocas las novedades de esta Cumbre con respecto a lo que se ha venido haciendo hasta ahora en anteriores Consejos Europeos. Constatamos la ausencia de liderazgo político que, con un golpe de timón, nos marque el rumbo hacia una mayor integración fiscal. Se repiten las mismas ideas y paradigmas que ya se hicieran famosas en la llamada Estrategia de Lisboa, remozada ahora en la Estrategia 2020.

Es cierto que las medidas que se anunciaron en el Consejo Europeo de 30 de enero contribuirán a mejorar la movilidad del factor trabajo –clave para el éxito de cualquier zona monetaria óptima como debería ser el euro–, y a consolidar los “cortafuegos financieros” de la eurozona. Sin embargo, confirmó la deriva continuista del actual liderazgo político en la UE, con medidas claramente insuficientes para que los europeos podamos hacer frente a los gravísimos desequilibrios en materia de ahorro y de competitividad entre países de la eurozona con alguna posibilidad de éxito, pues el problema de fondo sigue intacto. La cuestión a debate ahora consiste en saber si los países del euro que tienen que recuperar competitividad tendrán la capacidad de resistencia política suficiente a los paquetes de austeridad que se han anunciado y aprobado o si, por el contrario, se verán forzados a abandonar el euro abrasados por cualquiera de los conos advenedizos de su volcán.

BIBLIOGRAFÍA

- BERNANKE, B.S. (2005): *The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit*. (Speech delivered for the Sandridge Lecture at the Virginia Association of Economists). Richmond, VI: Virginia Association of Economists.
- BERNANKE, B.S. (2007): *Global Imbalances: Recent Developments and Prospects*. (A speech at the Bundesbank Lecture). Berlin.
- COMISIÓN EUROPEA (2008a): Comunicación de la Comisión, de 29 de octubre de 2008, denominada «De la crisis financiera a la recuperación: un marco europeo de acción». [COM (2008) 706 final]. Bruselas: Comisión Europea.
- COMISIÓN EUROPEA (2008b): Comunicación de la Comisión al Consejo Europeo, de 26 de noviembre de 2008, denominada «Un plan europeo de recuperación económica». [COM (2008) 800 final]. Bruselas: Comisión Europea.
- COMISIÓN EUROPEA (2009a): Comunicación de la Comisión, de 27 de mayo de 2009, denominada «Supervisión financiera europea». [COM (2009) 252 final]. Bruselas: Comisión Europea.

- CONSEJO EUROPEO (1997a): Council Regulation (EC) n° 1466/97 of 7 July 1997 on the Strengthening of the Surveillance of Budgetary Positions and the Surveillance and Coordination of Economic Policies. Bruselas: Consejo Europeo.
- CONSEJO EUROPEO (1997b): Council Regulation (EC) n° 1467/97 of 7 July 1997 on Speeding up and Clarifying the Implementation of the Excessive Deficit Procedure. Bruselas: Consejo Europeo.
- CONSEJO EUROPEO (2010): Reglamento (UE) n° 407/2010 del Consejo, de 11 de mayo de 2010, por el que se establece un mecanismo europeo de estabilización financiera. *Diario Oficial de la Unión Europea*, L 118, de 11/05/10.
- CONSEJO EUROPEO (2011a): Council Regulation (EU) n° 1177/2011 of 8 November 2011 Amending Regulation (EC) n° 1467/97 on Speeding up and Clarifying the Implementation of the Excessive Deficit Procedure. *Official Journal of the European Union*, L 306, de 23/11/11.
- CONSEJO EUROPEO (2011b): Declaración de los Jefes de Estado y de Gobierno de la Zona Euro de 9 de diciembre de 2011). Bruselas: Consejo Europeo.
- CONSEJO EUROPEO (2011c): Observaciones de Herman Van Rumpuy, Presidente del Consejo Europeo, tras la primera sesión del Consejo Europeo, de 09/12/11. Bruselas: Consejo Europeo.
- CONSEJO EUROPEO (2011d): Regulation (EU) n° 1175/2011 of the European Parliament and of the Council of 16 November 2011 Amending Council Regulation (EC) n° 1466/97 on the Strengthening of the Surveillance of Budgetary Positions and the Surveillance and Coordination of Economic Policies. *Official Journal of the European Union*, L 306, de 23/11/11.
- CONSEJO EUROPEO (2012): Declaración de los miembros del Consejo Europeo, de 30 de enero de 2012, «Hacia una consolidación que propicie el crecimiento y un crecimiento que propicie el empleo. [SN 5/12]. Bruselas: Consejo Europeo.
- DE LAROSIÈRE, J. (2009): *High-Level Group on Financial Supervision in the EU. (Larosière Report)*. Brussels.
- DELORS, J. (1989): *Informe sobre la unión económica y monetaria en la Comunidad Europea. (Informe Delors)*. Hanover: Comité para el Estudio de la Unión Económica y Monetaria.
- EUROPEAN COMMISSION (2009b): *Economic Crisis in Europe: Causes, Consequences and Responses*. (European Economy, 7/2009). Brussels: European Commission, Economic and Financial Affairs, Directorate General.
- GELLNER, E. (2005): *Razón y cultura*. Madrid: Síntesis.
- GORDO MORA, L.; NOGUEIRA MARTINS, J. (2007): *How Reliable are the Statistics for the Stability and Growth Pact?* (Mimeo).
- HOSHI, T.; KASHYAP, A.K. (2010): “Will the U.S. Bank Recapitalization Succeed? Eight Lessons from Japan”, *Journal of Financial Economics*, 97 (3) (September), pp. 398-417.
- SANCHIS I MARCO, M. (2011): “Anatomy of the Great Recession: 2007-2010. From the Ideology of the Invisible Hand to Market Failures”, *Cahier*, 17, pp. 21-40. Bruxelles: Groupe de Réflexion sur l’Avenir du Service Publique Européen (GRASPE).
- SCHNEIDER, S. (2010): *Homo Economicus – or More Like Homer Simpson?* Frankfurt: Deutsche Bank Research.
- SEN, A. (2008): *Sobre ética y economía*. Madrid: Alianza.

Sanchis, M.

¿Qué futuro para el euro?

WEBER, A.A. (2011): “Challenges for Monetary Policy in the European Monetary Union”, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 93 (4), (July-August), pp. 235-242. St. Louis, MO: Federal Reserve Bank of St. Louis.