



Banco Caminos

Convulsión en la eurozona

© Banco Caminos, S.A.
C/Almagro, 8 y 42
28010 Madrid
www.bancocaminos.es

Quedan rigurosamente prohibidas sin la autorización escrita del titular de este "copyright", bajo las sanciones establecidas en las leyes, la reproducción total o parcial de esta obra por cualquier medio o procedimiento, comprendidos la reprografía y el tratamiento informático, y la distribución de ejemplares de ella mediante alquiler o préstamo público.

Depósito Legal: M-28736-2010
Impreso en España-Printed in Spain



Convulsión en la eurozona

Este trabajo ha sido realizado para Banco Caminos por:
AFI - Analistas Financieros Internacionales
Emilio Ontiveros & Santiago Fernández de Lis

Sumario

Introducción	7
Pecados originales	18
¿Qué ha fallado?	26
Los fallos en la disciplina fiscal	38
Los problemas de los países periféricos no son los mismos	46
<hr/>	
Escenarios excepcionales	56
El contagio dentro de la zona del euro	62
El riesgo de fragmentación en la zona del euro	71
No hay marcha atrás	76
Las direcciones del fortalecimiento	79
Hacia la unión política europea	81
Referencias bibliográficas	83



Introducción

La crisis, primero financiera y muy pronto también real, no tenía partida de nacimiento europea, pero es muy probable que sea en este continente donde el inventario de daños sea superior. Fue, en efecto, en el seno del sistema crediticio de EEUU (en su segmento de hipotecas de alto riesgo) donde se localizó el epicentro de la crisis financiera que precipitó la más severa recesión de la economía mundial desde la Gran Depresión, pero ya existen evidencias más que suficientes de que será en Europa donde la magnitud de los destrozos ocasionados por una y otra serán mayores; no sólo los más fáciles de cuantificar, sino los que también están menoscabando acuerdos e instituciones esenciales en la dinámica de integración europea.

El lector de la monografía que justo hace un año editó Banco Caminos dispuso de algunos de los elementos que se anticipaban como singulares de esta crisis. La rapidez y extensión del contagio, financiero y real, era uno de ellos. Aunque en modo alguno nuevo, es verdad que su severidad obligó desde un primer momento a los bancos centrales de todo el mundo a llevar a cabo actuaciones excepcionales de inyección de liquidez con el fin de paliar el más explícito de los fallos y anomalías que revelaba la crisis hipotecaria: el colapso en el funcionamiento de los mercados bancarios mayoristas.

El contagio, efectivamente, llegó pronto. En realidad fue la infección a un banco comercial europeo la que desató la alarma. También fue el guardián de la estabilidad de la Eurozona, el Banco Central Europeo (BCE), el primero que adoptó medidas excepcionales en ese verano de 2007. El momento de esa inusual inyección de liquidez a la que siguen los demás bancos centrales define el inicio de la crisis, aun cuando para algunos analistas haya que esperar a la quiebra del cuarto mayor banco de inversión estadounidense, Lehman Brothers, para delimitar la transición a esa condición bien ganada de la más compleja y severa

crisis financiera desde la que dio origen a la Gran Depresión a partir de 1929.

Aun cuando sea pronto para concretar cuantitativamente el impacto diferencial de la crisis, un hecho es cierto: los indicadores más directamente expresivos del bienestar de la población evolucionarán probablemente peor en Europa que en EEUU en los dos próximos años. La contracción en el ritmo de crecimiento de la producción agregada de la región ha sido la más intensa de la historia comunitaria. El desempleo agregado también está alcanzando el nivel más elevado de la OCDE. La renta per cápita retrocederá en algunos países a los niveles de hace cinco años. Economías como la británica, la irlandesa o la española,



con grados de apertura y de diversificación de exportaciones bien distintos, están sufriendo quizás por compartir con EEUU la particular y elevada exposición a activos inmobiliarios financiados con deuda. Las economías de Grecia y Portugal, sin apenas elementos comunes relevantes con las anteriores, no disponen precisamente de una mayor capacidad defensiva.

Con todo, el impacto de mayor trascendencia sufrido hasta ahora por la región es sobre la Unión Monetaria Europea (UME), considerada con razón como la más firme evidencia de la fortaleza e irreversibilidad de la dinámica de perfeccionamiento de la integración europea. Esta crisis, en efecto, está siendo la prueba más seria para la UME desde su nacimiento en 1999: nos ha recordado algunos de los pecados originales de ese proyecto de ingeniería política sin precedentes. Las páginas que siguen tratan de ayudar a entender las circunstancias que han hecho de la Eurozona el teatro de operaciones de esta segunda fase de la crisis, ya no solo financiera, global. La mayoría de las consideraciones que siguen no son precisamente novedosas: han sido antes ofrecidas en distintos materiales y artículos, pero es en esta ocasión cuando nos hemos detenido con el fin de hacer un ejercicio que



confiamos que sea ante todo útil para ese muy cualificado lector que consulta anualmente la memoria a la que acompaña esta monografía.

Resulta difícil entender cómo una crisis originada en el mercado norteamericano de hipotecas de alto riesgo ha terminado afectando a la deuda soberana de los países de la Eurozona.



De manera muy esquemática, la secuencia puede resumirse así: las hipotecas “subprime” empaquetadas de manera opaca y ben-

decidas por las agencias de “rating” se colocaron en bancos, compañías de seguros y fondos de pensiones de algunos países europeos (Alemania, Suiza, Reino Unido); las dudas sobre quién mantenía riesgos en este tipo de títulos generaron una gran desconfianza entre los bancos, que dejaron de prestarse entre sí; se secaron los mercados interbancarios, lo que colapsó el mecanismo de transmisión de la política monetaria; al mismo tiempo,



el desplome de los precios de la vivienda se transmitió internacionalmente, lo que afectó sobre todo a los países que habían experimentado una burbuja especulativa, como España, Irlanda y el Reino Unido; la crisis de los grandes bancos de inversión (Bear Stearns, Lehman) aumentó las primas de riesgo, cortó los flujos de capitales e indujo un colapso del comercio mundial; la recesión se generalizó, lo que provocó aumentos de la morosidad y problemas adicionales en los bancos; los gobiernos reaccionaron con políticas keynesianas, aumentando gastos y reduciendo ingresos, en parte por efecto automático de la propia contracción de la actividad y en parte por políticas discrecionales, a lo que hubo que sumar las cantidades otorgadas o comprometidas para rescatar a los bancos en Europa; en fin, a las dificultades de las finanzas públicas hubo que sumar, en el caso de los países periféricos europeos, las pérdidas de competitividad acumuladas desde la creación del euro, que habían permanecido latentes en los años buenos.



Cronología de la crisis

9 de agosto de 2007:

El BCE inicia una serie de inyecciones extraordinarias de liquidez para paliar los efectos de la crisis financiera.

17 de agosto de 2007:

La Reserva Federal reduce el corredor entre los fed funds y la primary credit a 50 pb.

18 de septiembre de 2007:

La Reserva Federal reduce los fed funds en 50 pb hasta el 4,75%.

12 de diciembre de 2007:

Inyecciones coordinadas de liquidez de los bancos centrales.

14 de marzo de 2008:

JPMorgan adquiere Bear Stearns.

8 de septiembre de 2008:

Rescate de Fannie Mae y Freddie Mac.

14 de septiembre de 2008:

Quiebra de Lehman Brothers.

16 de septiembre de 2008:

Rescate de AIG por la Reserva Federal.

3 de octubre de 2008:

Aprobación del Troubled Asset Relief Program (TARP) por el Congreso de EEUU.

7 de octubre de 2008:

- El gobierno español crea un fondo de hasta 50.000 millones de euros para adquirir activos de máxima calidad de entidades financieras, con cargo al Tesoro. Amplía la cobertura del Fondo de Garantía de Depósitos a 100.000€ desde los 20.000€ anteriores.
- La FED crea la Commercial Paper Funding Facility (CPFF), con la que persigue reactivar el mercado primario de papel comercial en EEUU.



8 de octubre de 2008:

Bajada coordinada de tipos de los bancos centrales. FED, BCE y BoE recortan sus tipos de interés en 50 pb.

9 de octubre de 2008:

El BCE reduce el corredor de sus facilidades marginales de 200 a 100 pb.

13 de octubre de 2008:

- El Eurogrupo anuncia un plan coordinado de acción contra la crisis financiera.
- España aprueba un programa de garantía a la emisión de deuda por parte de entidades financieras en el marco del acuerdo del Eurogrupo (programa de avales).

15 de octubre de 2008:

El BCE realiza inyección ilimitada de liquidez a tipo fijo en sus operaciones de financiación a largo plazo (3 y 6 meses).

28 de octubre de 2008:

La Reserva Federal reduce en 50 pb su tipo de referencia.

3 de noviembre de 2008:

Concreción del Fondo para Adquisición de Activos Financieros (FAAF) en España.

6 de noviembre de 2008:

El Banco de Inglaterra rebaja los tipos 150 puntos básicos, hasta el 3%.

El BCE hace lo propio y los rebaja 50pb hasta el 3,25%.

19 de enero de 2009:

S&P baja en un escalón el rating del Reino de España hasta AA+.

26 de febrero de 2009:

Concreción del nuevo plan de recapitalización del Tesoro de EEUU.

7 de mayo de 2009:

El BCE instaura las subastas full allotment a 12 meses.

5 de junio de 2009:

El BCE anuncia el programa de compra de covered bonds, tanto en mercado primario como secundario, por un importe de 60.000 millones de euros y con vigencia hasta julio de 2010.

26 de junio de 2009:

- Aprobación por parte del Gobierno del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (aprobación por Real Decreto el 30 de junio).
- Primeros pasos en la reducción al apoyo del sistema financiero por parte de la Reserva Federal: ajusta la inyección de liquidez en facilidades con baja demanda.

29 de julio de 2009:

El Tesoro español abre la ventanilla al programa de avales de deuda bancaria de 2009.

7 de octubre de 2009:

Propuesta de la FSA para potenciar la liquidez del sistema financiero británico.

6 de noviembre de 2009:

Se confirma la integración de CCM y Caja de Asturias.

20 de noviembre de 2009:

Tensionamiento de los criterios de elegibilidad para ABS por parte del BCE.

9 de diciembre de 2009:

S&P pone en Outlook negativo el rating de la deuda pública española que, de momento, mantiene en AA+.

4 de marzo de 2010:

Cambios en la política de inyección de liquidez del BCE. Mantiene el full allotment en las operaciones principales de financiación y en las extraordinarias a 1 mes, al menos hasta el 12 de octubre de 2010, devuelve a subastas competitivas las

operaciones a 3 meses y fija el 31 de marzo como la fecha para la última subasta a 6 meses full allotment.

12 de abril de 2010:

Anuncio del Eurogrupo de los detalles técnicos del primer paquete de ayuda a Grecia, por un período de 3 años y un importe inicial para 2010 de 30.000 millones de euros, ampliable a 45.000 millones con la participación del FMI.

28 de abril de 2010:

S&P rebaja el rating de España en un escalón hasta AA.

3 de mayo de 2010:

Eurogrupo y FMI aprueban la extensión de la ayuda a Grecia. El Euro grupo aportará 80.000 millones de euros y el FMI 30.000 millones en forma de acuerdos stand-by.

10 de mayo de 2010:

- Decisión coordinada del ECOFIN, BCE y FMI para resolver la oleada de riesgo soberano en el Área euro.

1. Creación de un Fondo de Estabilización Europeo por un importe de hasta 750.000 millones de euros;
2. Mayor activismo por parte del BCE: inicio de compras de deuda pública y privada del Área euro (con esterilización); reinstauración de subastas temporales a 3 y 6 meses full allotment y de las líneas de swap de liquidez en dólares.

24 de mayo de 2010:

La primera reestructuración bajo el FROB en España: sustitución del Consejo de Administración de Caja Sur.

27 de mayo de 2010:

Rebaja de rating al Reino de España por parte de Fitch en un escalón hasta AA+, con perspectiva estable.





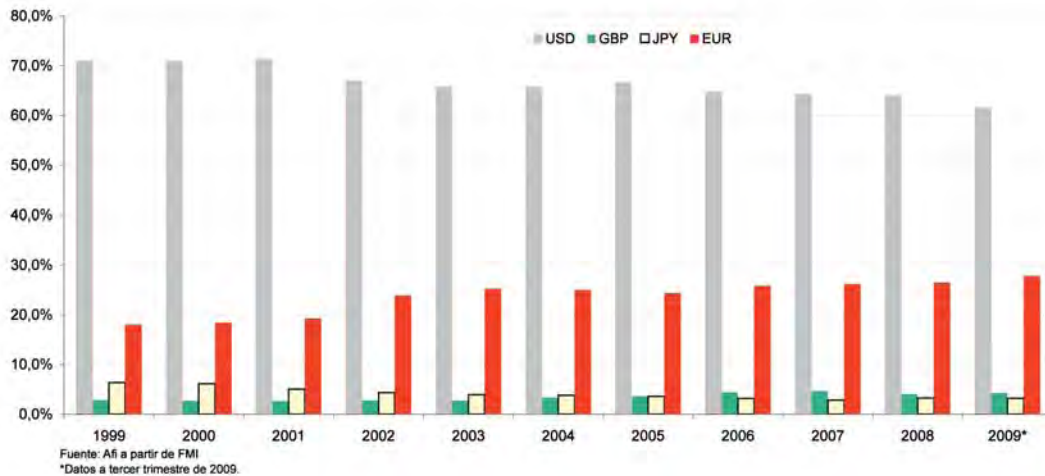
Pecados originales

Desde la fijación irrevocable de las paridades entre las monedas europeas, el 1 de enero de 1999, y hasta hace aproximadamente dos años, el euro era exhibido como uno de los grandes éxitos de la Unión Europea. El logro de establecer una moneda común entre once estados soberanos (actualmente dieciséis) no tenía precedente. La transición fue diseñada minuciosamente y ejecutada de manera sumamente hábil y sin sobresaltos.

Y la introducción de las monedas y billetes en euros el 1 de enero de 2002 (la operación logística de mayor envergadura en tiempo de paz) se ejecutó con una eficiencia más que notable, en medio del entusiasmo, en general, de la población.

Desde los primeros años el euro dispuso de una creciente aceptación como moneda de reserva. Poco a poco fue ocupando un papel cada vez más importante como denominador en las operaciones de inversión internacional, tanto de las reservas de los bancos centrales (gráfico 1) como de los inversores privados; en la denominación del comercio internacional; como referencia en las políticas monetarias y de tipo de cambio de buen número de países, sobre todo en Europa del este y el norte de África, una parte creciente de cuyas monedas se fueron ligando al euro de manera explícita o implícita.

Gráfico 1: Distribución por divisa del total de reservas de bancos centrales



El marco institucional también se desarrolló inicialmente de manera admirable. El Banco Central Europeo, aunque objeto de críticas por su excesivo dogmatismo antiinflacionista –sobre todo en comparación con el pragmatismo de la Reserva Federal norteamericana– se puso en marcha de manera rápida y eficiente, una tarea cuyas dificultades no deben minusvalorarse, ya que exigía poner de acuerdo a numerosos bancos centrales de distintos países con una historia centenaria, tradiciones diferentes, rasgos culturales también muy distintos y que operaban en entornos legales e institucionales muy diversos.

En definitiva, dentro de un proceso de construcción europea en el que los avances son a veces difícilmente perceptibles por la población, resultado de decisiones técnicas adoptadas por oscuros conciliábulos en Bruselas, el euro supuso un avance claro, perceptible, de uso cotidiano por los ciudadanos, que se mostraron en general orgullosos de su nueva moneda. Para los viajeros dentro de la UE –trabajadores, turistas, personas en viajes de negocios– la comodidad de prescindir del cambio de moneda fue una ganancia inmediata y evidente. A pesar de ciertas críticas por el aumento de precios ligado al redondeo (que según los estudios realizados se li-

mitó a algunos productos de pequeña denominación y uso cotidiano, pero con un impacto pequeño sobre los índices de precios de consumo), el euro se consideraba hasta hace poco uno de los mayores logros de la construcción europea. Se pasaban por alto algunas limitaciones iniciales, a modo de pecados originales estrechamente derivados de las muy especiales circunstancias de su nacimiento. Algunas de ellas han sido ahora, once años después, puestas sobre la mesa, con ocasión de la especial virulencia con que la crisis financiera global se cierne sobre el conjunto de Europa, pero muy especialmente sobre los que comparten moneda.

Recordemos, en efecto, que no solo los economistas, sino también los políticos, presenciaron el inicio de la andadura de la UME conscientes de la singularidad de su génesis y del desafío que significaba a la teoría económica convencional. Sin necesidad de revisar en detalle las prescripciones que se deducían del enfoque dominante en la literatura económica relevante, el de las “áreas monetarias óptimas”, la asimetría que se ha revelado más explícita en esta crisis es la definida por la ausencia de una política presupuestaria común que acompañara a la más singular cesión de soberanía monetaria de la historia.



Áreas monetarias óptimas

Las características de las áreas monetarias óptimas son las siguientes:

1. Sincronía cíclica: los países deben tener un ciclo económico similar, de manera que todos ellos tiendan a encontrarse en una fase de auge o recesión al mismo tiempo. Esto permite que la política monetaria común se adapte a las necesidades de toda el área, mediante políticas expansivas en la fase de declive y políticas contractivas en la fase de auge.
2. Un elevado grado de apertura y flexibilidad, reflejada la integración de los mercados de bienes y la movilidad del capital, así como en la flexibilidad de precios y salarios. De esta manera, cuando se produce un “shock” o perturbación sobre una de las economías las fuerzas de mercado permiten absorberlo mediante variaciones de los precios y salarios relativos que restauran el equilibrio inicial.
3. Movilidad del factor trabajo, que incluye la posibilidad física de viajar a través de la zona, así como la ausencia de barreras legales, lingüísticas o de otro tipo para que los trabajadores se desplacen allí donde la oferta de trabajo es relativamente más abundante o atractiva en cada momento.
4. Un mecanismo de redistribución que permita compartir riesgos, típicamente a través de transferencias fiscales automáticas hacia las regiones que experimenten perturbaciones negativas específicas. Normalmente requiere la existencia de impuestos o programas de gasto comunes, a través de los cuales se realiza una redistribución automática, ya que tienden a recaudar menos (más) y gastar más (menos) en las regiones sometidas a una perturbación negativa (positiva).

A este análisis estático de las características de las áreas monetarias óptimas hay que añadir un elemento dinámico: la tendencia “endógena” a profundizar en alguna de estas características como resultado de la propia adopción de una moneda común. Por ejemplo, se estima que, en la Eurozona, el comercio entre los miembros del área ha aumentado entre el 5% y el 15% como resultado de la propia adopción del euro, lo que la acerca gradualmente a una zona monetaria óptima.

En general existe consenso en que Europa cumple en buena medida el primer criterio, apenas cumple el tercero y el cuarto, y tiende a aumentar su grado de cumplimiento del segundo, aunque para ello necesita reformas estructurales. Los defensores del euro confían en que, gracias a las tendencias endógenas, la Eurozona se acerque cada vez más al ideal de las zonas monetarias óptimas.

Referencias:

- Mundell, R.A. (1961), "A Theory of Optimum Currency Areas", *American Economic Review* 51: 657-665
- Mundell, R.A (1973): “A Plan for a European Currency” pp. 147 and 150.

Sin una política fiscal única o la suficiente capacidad de coordinación o “federalización” en ese ámbito, las defensas con las que cuentan las autoridades ante perturbaciones financieras son, efectivamente, reducidas. En el origen de la UME se confiaba en que fuera su rodaje (como si asumieran tácitamente que “el roce hace



el cariño”) el que acabara propiciando esa mayor coordinación de las políticas fiscales, si no se concluía en la existencia de un presupuesto altamente unificado. Como si de una revelación se tratara, se confiaba en aquella emblemática premonición que formuló el economista francés Jacques Rueff (1896-1978) en 1950, “Europa se hará por la moneda o no se hará”.

Once años después del lanzamiento del euro la unificación monetaria, aun siendo un proyecto de resultados inequívocamente favorables, no ha contribuido tanto como se confiaba a avanzar en la unificación política, para muchos analistas requerida ante el distanciamiento de la UE respecto a la referencia de un área monetaria óptima. Tampoco los avances han sido demasiado explícitos en la convergencia real (en aproximación de los PIB por habitante) entre las economías integrantes de la moneda única, ni en el crecimiento de la productividad, exponente último de esos cambios en el patrón de crecimiento que ahora se reclaman a las economías consideradas periféricas.



¿Q qué ha fallado?

El euro se diseñó como un club al que sólo podían acceder los países que habían alcanzado un cierto grado de disciplina macroeconómica, medida a través de una serie de criterios de convergencia. En los debates que dieron origen al Tratado de Maastricht se plantearon dos visiones enfrentadas, que ponían el énfasis respectivamente en la convergencia real y la convergencia nominal:

Según la primera visión, debían formar la unión monetaria los países más avanzados del núcleo de la UE, que llevaban décadas de integración comercial y que compartían un estado del bienestar con características similares (los países fundadores de la UE, menos Italia, más Austria). Los países de la periferia, a su vez, se

podían dividirse en dos grupos: los del sur (Italia, España, Portugal y Grecia) debían acceder al euro a medida que sus economías alcanzaran un desarrollo estructural similar; los del Norte (los países escandinavos, Reino Unido) estaban en condiciones de entrar, pero sus reticencias eran más bien políticas. Irlanda era, en aquel momento, un país del norte con algunas de las características del sur.

Los que defendían los criterios de convergencia nominal argumentaban que debía utilizarse una misma vara de medir para todos los países; que es imposible cuantificar la convergencia real de manera objetiva, pero sí la convergencia nominal; y que aquellos países de la UE menos desarrollados, pero que habían hecho un esfuerzo de disciplina, no debían ser excluidos de la recompensa del euro.



Criterios de convergencia

Los criterios de convergencia establecidos en el Tratado de Maastricht (apartado 1 del artículo 140 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea) se refieren a la estabilidad de precios, finanzas públicas saneadas, estabilidad cambiaria y convergencia en los tipos de interés:

1. El criterio relativo a la estabilidad de precios se entenderá en el sentido de que los Estados miembros deberán tener un comportamiento de precios sostenible y una tasa promedio de inflación, observada durante un período de un año antes del examen, que no exceda en más de un 1,5% la de, como máximo, los tres Estados miembros con mejor comportamiento en materia de estabilidad de precios. La inflación se medirá utilizando el índice de precios al consumo (IPC) sobre una base comparable, teniendo en cuenta las diferencias en las definiciones nacionales.
2. El criterio relativo a la situación del presupuesto público, se entenderá en el sentido de que, en el momento del examen, el Estado miembro de que se trate no sea objeto de una decisión del Consejo con arreglo al apartado 6 del artículo 126 de dicho Tratado, relativa a la existencia de un déficit excesivo. El artículo 126 especifica el procedimiento aplicable en caso de déficit excesivo. De acuerdo con sus apartados 2 y 3 del artículo 126, la Comisión Europea elaborará un informe si un Estado miembro no cumple los requisitos de disciplina presupuestaria, en particular, si:
 - a) La proporción entre el déficit público previsto o real y el producto interior bruto (PIB) sobrepasa un valor de referencia (definido en el Protocolo sobre el procedimiento aplicable en caso de déficit excesivo como el 3% del PIB), a menos:

- que la proporción haya descendido sustancial y continuamente y llegado a un nivel que se aproxime al valor de referencia; o, alternativamente,
- que el valor de referencia se sobrepase solo excepcional y temporalmente, y la proporción se mantenga cercana al valor de referencia;

(b) la proporción entre la deuda pública y el producto interior bruto (PIB) rebasa un valor de referencia (definido en el Protocolo sobre el procedimiento aplicable en caso de déficit excesivo como el 60% del PIB), a menos que la proporción disminuya suficientemente y se aproxime a un ritmo satisfactorio al valor de referencia.

3. El criterio relativo a la participación en el mecanismo de tipos de cambio del Sistema Monetario Europeo, se

entenderá en el sentido de que los Estados miembros hayan observado, sin tensiones graves y durante por lo menos los dos años anteriores al examen, los márgenes normales de fluctuación dispuestos por el mecanismo de tipos de cambio del Sistema Monetario Europeo. En particular, no habrán devaluado, durante el mismo período, por iniciativa propia, el tipo central bilateral de su moneda respecto del euro.

4. El criterio relativo a la convergencia de los tipos de interés, se entenderá en el sentido de que, observados durante un período de un año antes del examen, los Estados miembros hayan tenido un tipo promedio de interés nominal a largo plazo que no exceda en más de un 2% el de, como máximo, los tres Estados miembros con mejor comportamiento en materia de estabilidad de precios. Los tipos de interés se medirán con referencia a

los bonos del Estado a largo plazo u otros valores comparables, teniendo en cuenta las diferencias en las definiciones nacionales.

Además, se tomarán en consideración otros factores relevantes, en concreto, “los resultados de la integración de los mercados, la situación y la evolución de la balanza de pagos por cuenta corriente y un estudio de la evolución de los costes laborales unitarios y de otros índices de precios”.

En la práctica estos otros factores no se han tenido en consideración a la hora de determinar el cumplimiento de los criterios de convergencia, lo que, a la luz de los problemas detectados, posiblemente fue un error, sobre todo en lo referente a la balanza de pagos por cuenta corriente y la evolución de los costes laborales unitarios y de otros índices de precios.

Además, se realizará un examen de la compatibilidad de la legislación nacional de cada uno de los Estados miembros,

incluidos los estatutos de su bancos centrales nacionales con el artículo 130 y el artículo 131 del Tratado, así como con los Estatutos.

Esta obligación, relacionada con la autonomía de los bancos centrales, se denomina “convergencia legal”.

Prevalció la segunda visión, sobre todo por la imposibilidad de establecer criterios objetivos y equitativos de convergencia real; pero al precio de una cierta discrepancia de los criterios de convergencia respecto a la teoría de las áreas monetarias óptimas.

¿Estaban mal diseñados los criterios de convergencia?
¿Hubiera sido preferible una definición más cercana a la que hizo en su día el Reino Unido? Recuérdese que, en uso de su cláusula

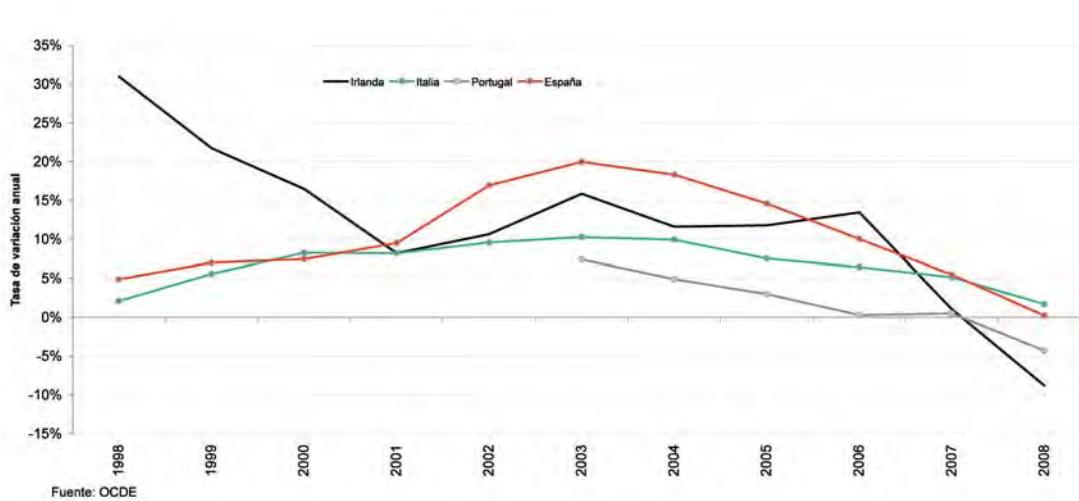


de “opting-out”, el gobierno británico estableció cinco “test” para la entrada en el euro: (i) sincronía cíclica, (ii) flexibilidad, (iii) atracción de inversiones, (iv) efecto sobre la industria financiera y (v) efecto sobre el crecimiento, estabilidad y empleo de la economía británica. Estos criterios estaban orientados al caso específico del Reino Unido y permitían a las autoridades británicas, en la práctica, decidir en función de criterios políticos; pero los dos primeros tienen mucho sentido económico, porque remiten a la ya comentada teoría de las áreas monetarias óptimas: deben compartir su moneda los países (i) con un comportamiento cíclico muy parecido y que afronten “shocks” simétricos y (ii) que tengan capacidad de reacción, en su caso, ante perturbaciones asimétricas.

La primera condición se ha cumplido en buena medida: los países de la Eurozona han tenido comportamientos razonablemente similares. Además, esta sincronía ha ido aumentando desde la implantación del euro (en términos técnicos, la sincronía ha sido en buena medida endógena). La principal discrepancia fue también endógena, por el fuerte impacto expansivo de la re-

ducción de los tipos de interés que acompañó a la propia adopción del euro en los países de la periferia, cuyo auge inmobiliario se explica en buena medida por este motivo (véase gráfico 2). Pero los problemas del euro no han tenido que ver, primordialmente, con shocks asimétricos.

Gráfico 2: Precio de la vivienda



La segunda condición (flexibilidad) se desechó por considerarla también básicamente endógena. Se pensaba que si los países perdían competitividad dentro de una unión monetaria que, por definición, no admitía las devaluaciones, la propia presión de los mercados les obligaría a recuperarla, vía recorte de salarios y precios. Para ello hacía falta que estos países desarrollaran una gran flexibilidad interna. El incentivo para hacerlo estaba en la propia magnitud de la caída. Y la vía eran las reformas estructurales, de

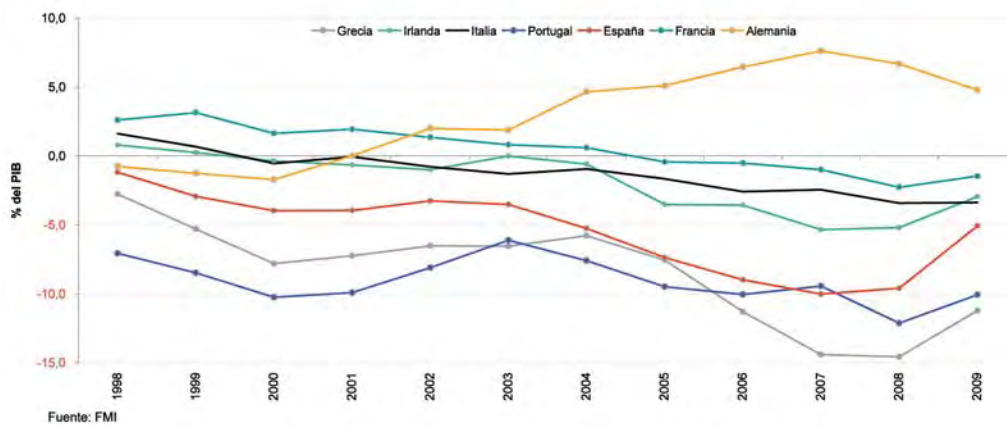


los mercados de bienes y servicios (para impulsar la competencia), de la administración, del mercado de trabajo. El ajuste del tipo de cambio real se terminaría produciendo, si no por la vía del tipo de cambio nominal, por la vía de los precios.

Pero la arquitectura de la unión monetaria infravaloró, por un lado, la capacidad de sostener desequilibrios exteriores muy amplios dentro del euro y, por otro, la capacidad de los políticos para rehuir las reformas en los tiempos buenos. Portugal, que entró en el euro con un déficit corriente del 7% del PIB, se mantuvo todos estos años entre el 6% y el 12%, y ello a pesar de un muy modesto crecimiento económico. En el momento de estallar la crisis financiera internacional, todos los países periféricos se encontraban con déficit por cuenta corriente: 3,5% en Italia, 5% en Irlanda, 10% en España, 12% en Portugal y 15% en Grecia. Y los precios y los salarios no se ajustaron, de manera que todos estos países experimentaron pérdidas de competitividad, de entre el 5% y el 25% (véase gráficos 3 y 4).



Gráfico 3: Saldo de balanza por cuenta corriente



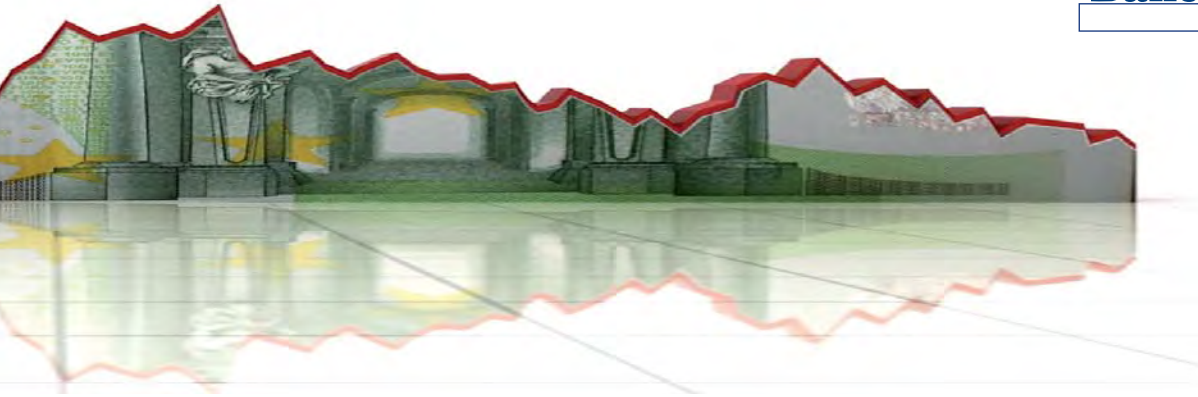
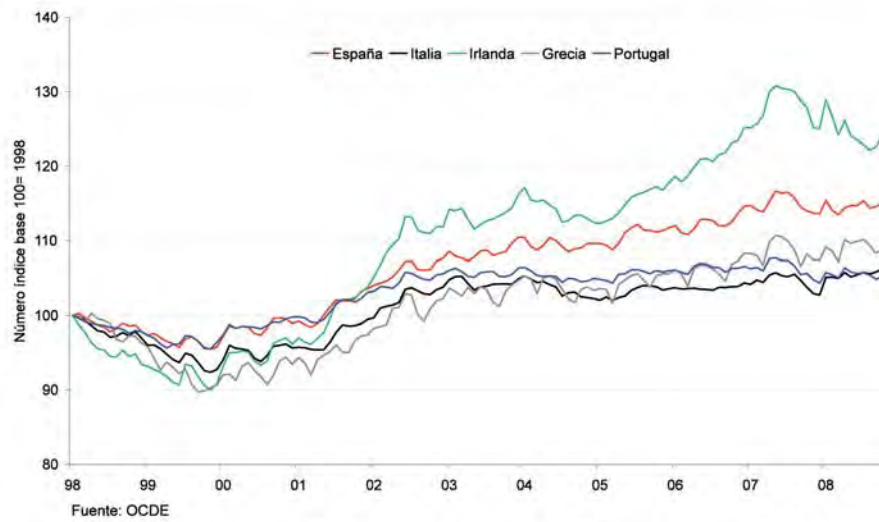


Gráfico 4: Tipo de cambio efectivo real





Los fallos en la disciplina fiscal

Como hemos comentado antes, el marco institucional del euro se caracterizaba, por una política monetaria única y unas políticas fiscales descentralizadas: por la ausencia de política presupuestaria común. Para evitar que el coste de la indisciplina fiscal de algunos países tuviera que ser soportado por los demás se establecieron dos mecanismos: el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) y la regla de “no bail-out”. El primero establecía límites a los desequilibrios fiscales, cuyo incumplimiento ponía en marcha una serie de procedimientos cada vez más duros, hasta desembocar en sanciones; el segundo elemento establecía que cada país era responsable de sus propias deudas.



La crisis del euro, la facilidad con que el área monetaria ha sido contagiada por la crisis financiera global, es en buena medida consecuencia de la trasgresión de ambas reglas. En los primeros años tras la unión monetaria la igualación de los tipos de interés indujo una expansión en los países de la periferia y un estancamiento en los países del núcleo. Francia y Alemania experimentaron dificultades crecientes para cumplir con el PEC, de manera que, en 2003-2004, decidieron dejar en suspenso el Pacto para evitar unas sanciones que hubieran considerado humillantes (véase gráficos 5 y 6). El incumplimiento por los dos principales países de la Eurozona fue especialmente grave, no sólo por su papel de liderazgo, sino también porque, precisamente por su tamaño, eran los que tenían un mayor potencial de contaminación del resto de la zona.

Gráfico 5: Saldo público

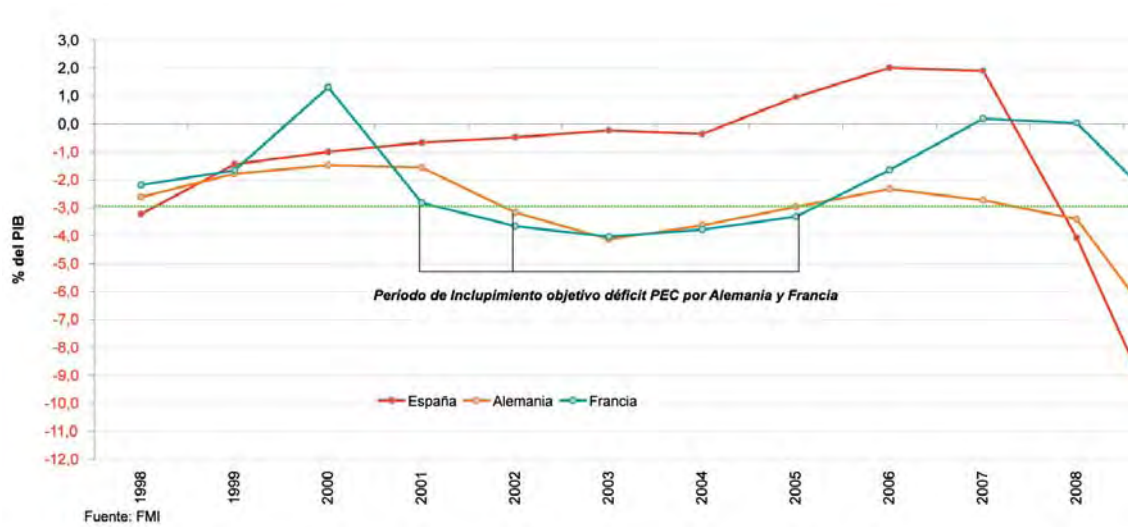
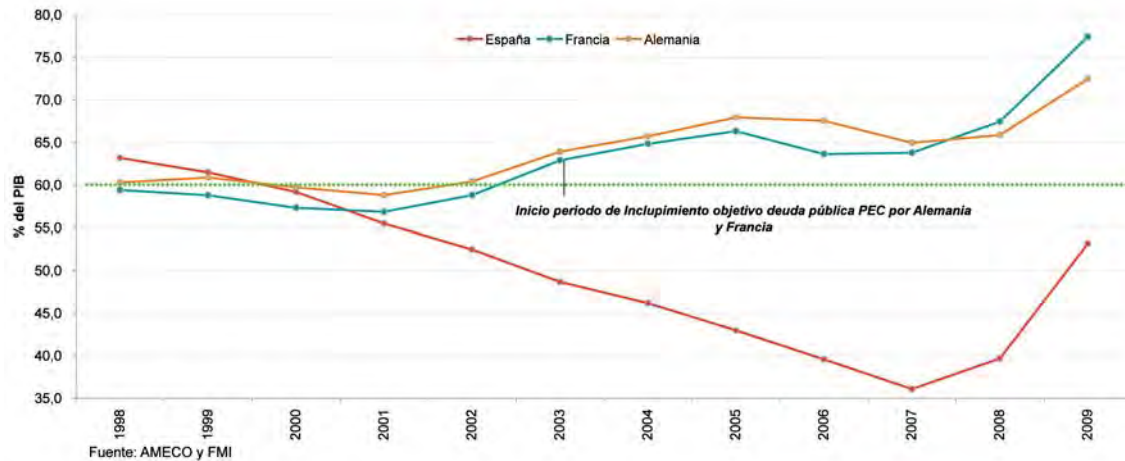


Gráfico 6: Deuda pública



En cuanto a la regla de “no bail-out”, el rescate a Grecia y el recientemente aprobado mecanismo de estabilización financiera, ante las excepcionales tensiones en los mercados de bonos, suponen su trasgresión de hecho, si no de derecho. Desactivado el PEC, la ruptura de la regla de “no bail-out” elimina el ancla fiscal de la unión monetaria, dejando al euro a la deriva.

¿Qué opciones tiene Europa para restablecer la disciplina fiscal? Hay varias posibilidades, todas las cuales presentan cierto grado de dificultad y pueden ser complementarias.

En primer lugar, una mayor coordinación fiscal. Europa ha dado señales claras, con la aprobación por el Ecofin en la madrugada del 9 de mayo del Fondo Europeo de Estabilización, de querer



movearse en esa dirección, que comporta necesariamente ciertos avances hacia la unión política (véase la sección última). A la larga es la única garantía de sostenibilidad de la unión monetaria, pero

representa una cesión de soberanía que no está claro que los ciudadanos deseen ni que la clase política europea esté en condiciones de impulsar. El actual clima de incomprensión mutua no parece idóneo para profundizar en esta dirección.

La segunda opción exigiría reforzar el PEC, en su acepción más amplia, incluidos los mecanismos de sanciones existentes. Esta es una de las líneas avanzadas en la reunión del Eurogrupo del 21 de mayo pasado. Pero es dudoso que las iniciativas en este sentido vayan a ser creíbles. Si el problema del PEC era un marco teórico muy estricto y una aplicación muy laxa, no es obvio que redoblando las sanciones, por ejemplo, se vaya a ganar en credibilidad.

La tercera posibilidad consistiría en establecer normas “auto-impuestas” de disciplina presupuestaria, como la enmienda constitucional adoptada recientemente por Alemania, que establece un límite del 0,35% del déficit ajustado del ciclo, aunque con mecanismos de escape en circunstancias excepcionales. Los mecanismos auto-impuestos tienen la gran ventaja de que pueden ser

asumidos democráticamente, frente a las normas que proceden de Bruselas. Pueden, además, incorporar dispositivos de corrección automática, que eviten dinámicas insostenibles de la deuda como la observada recientemente en Grecia. Al establecerse sobre el déficit estructural, es posible acomodar políticas estabilizadoras anticíclicas, pero no más allá de los llamados “estabilizadores automáticos”. El cálculo del déficit estructural conlleva, sin embargo, la enorme dificultad para calibrar correctamente el ciclo “ex ante”.

En el diseño de un nuevo marco de disciplina fiscal dentro de la UE que resulte creíble no debe olvidarse el problema financiero derivado del envejecimiento de la población y las pensiones. Los esquemas de reparto existentes en buen número de países europeos son difícilmente sostenibles, porque requerirían una presión fiscal sobre los trabajadores ocupados claramente excesiva. Sobre bases tales hay que contemplar las decisiones de algunos gobiernos europeos tendentes a prolongar la edad de jubilación de los ciudadanos. Junto a ello, no hace falta extenderse en la argumentación de que las normas de autodisciplina fiscal ayudarían también a la sostenibilidad de los sistemas públicos de pensiones.





Los problemas de los países periféricos no son los mismos

En medio de una crisis, los operadores en los mercados financieros pueden llegar a comportarse como una manada de búfalos en estampida: pierden totalmente su capacidad de discriminación e incluso de raciocinio; se alejan de hipótesis consideradas centrales en las modernas finanzas, como son la propia racionalidad de los operadores y la capacidad para que las cotizaciones reflejen la información considerada relevante. Los fenómenos de contagio tienen, en ocasiones, cierta base (si un país A devalúa es probable que un país B, cuya competitividad se resiente por la devaluación de A, devalúe también); pero en otros casos el contagio tiene elementos irracionales (si un país del sur de Europa tiene ciertos pro-

blemas, es posible que otros países de la misma zona geográfica también los tengan; y aunque no los tengan, vendamos por si acaso). Un ejemplo de este mecanismo irracional es el contagio de las dificultades de Hungría a España en los primeros días de junio de 2010, que se ha traducido en una ampliación de los diferenciales de la deuda española frente a la alemana, a pesar de que la banca con exposición en Hungría es la alemana, y no la española.

Los países considerados periféricos de la zona del euro tienen todos ellos problemas, pero de naturaleza sólo en parte común. España e Irlanda tienen problemas bastante similares: ambos países han perdido competitividad durante una serie de años de extraordinario dinamismo de la demanda interna, lo que ha generado cuantiosos déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos. En ambos casos buena parte de los problemas actuales se explican por el estallido de la burbuja inmobiliaria (gráfico 2), lo que representa una debilidad... pero también una fortaleza, en la medida en que la revalorización acumulada de la riqueza, aunque se vaya a evaporar en parte en el proceso de corrección del precio de la vivienda, representa un cierto colchón de riqueza acumulada que

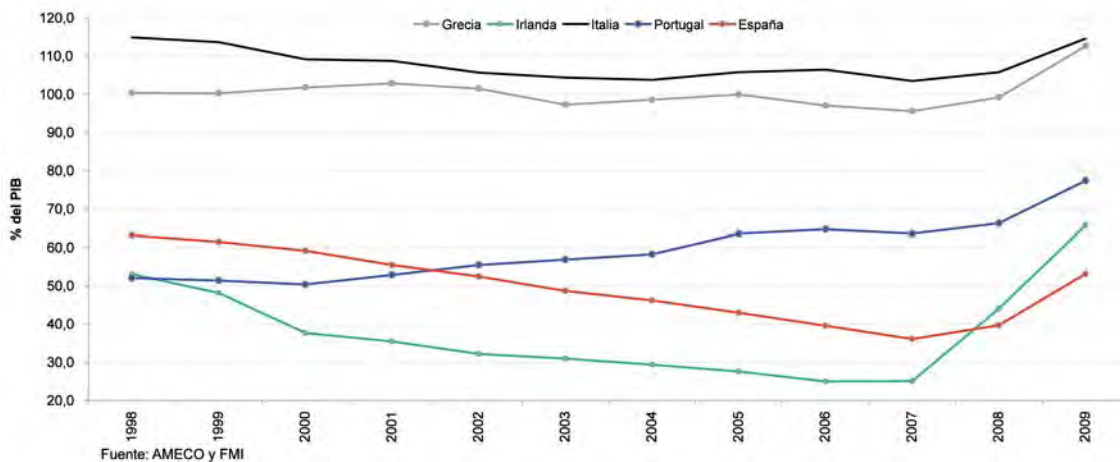
puede absorber, en parte, el esfuerzo de ajuste. Ambos países han mantenido un notable dinamismo de la inversión en los años de auge y tasas de ahorro relativamente elevadas. La principal diferencia entre España e Irlanda reside en la mayor flexibilidad de este último país, que le está permitiendo salir de la crisis con más agilidad, en tanto que España tiene mucha mayor incertidumbre sobre las fuentes de crecimiento a medio plazo y cuál puede ser su crecimiento potencial.



Los problemas de Italia son bastante diferentes: es una economía que adolece de una falta de dinamismo preocupante, lo que contrasta vivamente con lo ocurrido en España e Irlanda durante

la mayor parte del período. También tiene una deficiencia estructural en sus finanzas públicas (la deuda no ha bajado del 100% del PIB en todo el período, como puede observarse en el gráfico 7) que, sin embargo, no se ha agudizado en estos años. A su favor, cabe señalar que Italia es de los países del grupo que han experimentado menores pérdidas de competitividad, de manera que su saldo por cuenta corriente se ha mantenido en niveles moderados, aunque negativos. La contribución del ahorro doméstico a la cobertura del déficit público reduce el impacto del desequilibrio en las finanzas públicas. Al igual que Irlanda y España (aunque en menor medida), el mayor nivel de ahorro e inversión doméstica reducen la gravedad de sus desequilibrios.

Gráfico 7: Deuda pública



Portugal comparte con Italia los problemas de falta de dinamismo y desequilibrio en las finanzas públicas (si bien el nivel de partida de la deuda es bastante inferior); pero además su déficit por cuenta corriente ha sido el más elevado del grupo, junto con Grecia, lo que –dada la prolongada atonía de su economía– quizá sea imputable a un tipo de cambio de entrada en el euro excesivamente apreciado. Además, Portugal no ha realizado un esfuerzo inversor apreciable en estos años, y su tasa de ahorro ha sido baja (véase gráficos 8 y 9). Tampoco ha experimentado un auge del sector inmobiliario, lo que, al igual que en los casos de España e Irlanda, es un arma de doble filo, pero en sentido contrario: Portugal no debe pagar los excesos del sector de la vivienda, pero tampoco dispone de un colchón en forma de riqueza acumulada.



Gráfico 8: Tasa de ahorro

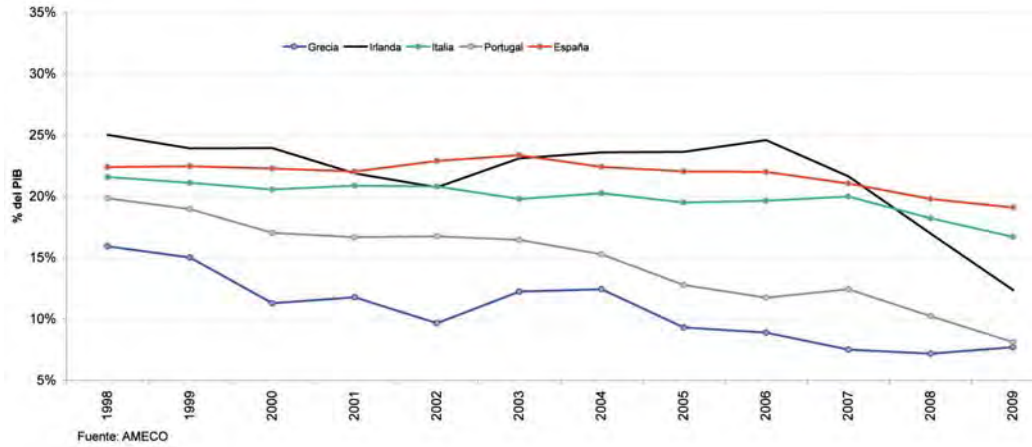
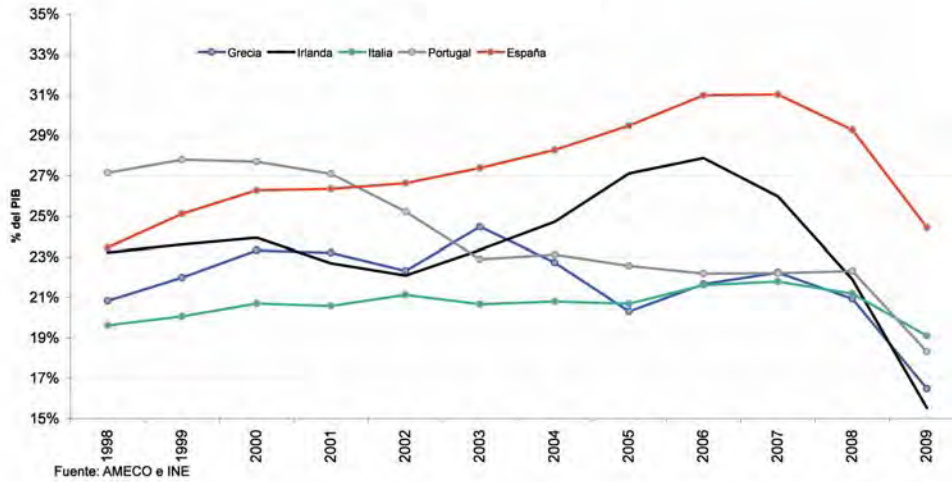


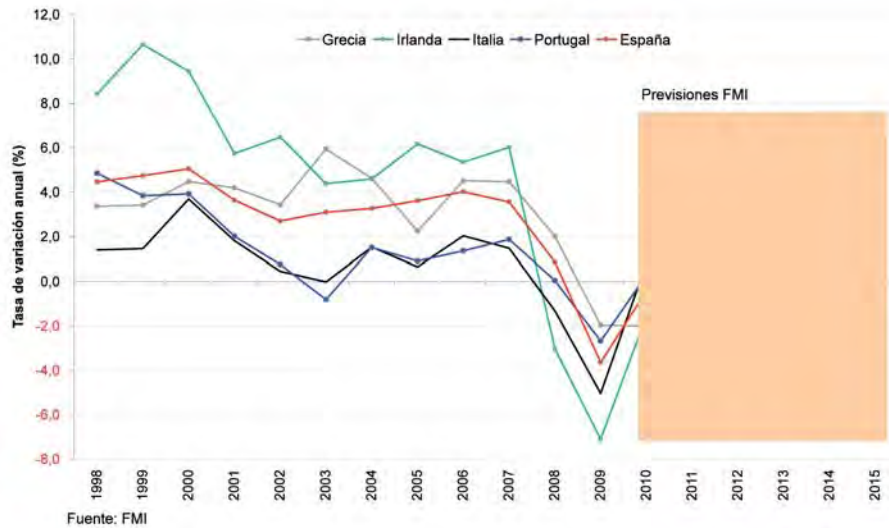
Gráfico 9: Tasa de inversión



Finalmente, Grecia parece tener todos los problemas: pérdida de competitividad, problemas de crecimiento (aunque mantuvo un dinamismo mayor que Italia y Portugal en la primera mitad de la década, sus resultados recientes y expectativas son muy pobres), finanzas públicas difícilmente sostenibles, escaso nivel de ahorro, falta de inversión. Al igual que Portugal, Grecia es muy dependiente de los capitales exteriores para financiarse, lo que se ha revelado una vulnerabilidad clave en esta crisis.

En definitiva, algunos países, como España e Irlanda, están pagando el precio de los excesos cometidos; pero es natural, al fin y al cabo, que después de años de crecimiento muy elevado siga una corrección (véase gráfico 10). En cambio, Portugal e Italia tienen un problema de falta de dinamismo estructural, que ha hecho que ambos afronten esta crisis sin las reservas necesarias. La diferencia clave entre ambos es que Italia no depende tanto de los capitales exteriores. En cuanto a Grecia, ha cometido todos los excesos, pero sin obtener ninguno de los beneficios. En fin, la inversión acumulada y la capacidad de generar ahorro son las principales fortalezas de la economía española en una coyuntura sumamente difícil, ya que permiten aumentar la productividad y reducen la necesidad de unos

Gráfico 10: Crecimiento del PIB



capitales externos que se están haciendo cada vez más escasos y caros.

El euro se ha resquebrajado por el eslabón más débil: Grecia, que nunca ha cumplido con el criterio de déficit público y cuya deuda pública es explosiva. La existencia de anomalías contables ha terminado de situar a esa economía en el centro del huracán. Puesto a

distribuir responsabilidades habría que atribuir alguna a los primeros infractores del PEC. Alemania y Francia son responsables de haber debilitado el Pacto en su momento. Con algunos países permanentemente al borde de la insostenibilidad fiscal, la crisis financiera global iniciada en el verano de 2007, pero especialmente agravada tras la quiebra de Lehman Brothers un año más tarde, supuso el empujón definitivo hacia una senda explosiva de la deuda, como se explica en la sección siguiente.

Particularmente intensas han sido las tensiones en la eurozona a partir de los primeros meses de 2010. El riesgo soberano de los estados miembros de la zona, medido ya sea por el diferencial con el que cotizan los bonos públicos frente a la referencia homogénea alemana, o por el coste de aseguramiento mediante CDS se ha disparado. En los medios de comunicación se habla de posible quiebra o reestructuración de la deuda griega, al tiempo que otros países periféricos (entre ellos España) son vistos con desconfianza por los mercados. Las agencias de calificación crediticia han rebajado los rating de muchos de los países de la zona (cuadro 1) y de algunas de sus entidades bancarias. Como lógico resultado de todo ello, de las

ventas de activos financieros denominados en euros, la moneda única ha registrado intensas presiones depreciadoras frente a las principales monedas.

Cuadro 1: Calificación crediticia de la deuda a largo plazo

	Moody's	S & P	Fitch
Alemania	Aaa	AAA	AAA
Austria	Aaa	AAA	AAA
Bélgica	Aa1	AA+	AA+
Grecia	A3	BB+	BBB-
Portugal	Aa2	A-	AA-
Dinamarca	Aaa	AAA	AAA
España	Aaa	AA	AA+
Finlandia	Aaa	AAA	AAA
Francia	Aaa	AAA	AAA
Irlanda	Aa1	AA	AA-
Italia	Aa2	A+	AA-
Luxemburgo	Aaa	AAA	AAA
Noruega	Aaa	AAA	AAA
Reino Unido	Aaa	AAA	AAA
Holanda	NR	AAA	AAA
Suecia	Aaa	AAA	AAA
Suiza	Aaa	NR	AAA





Escenarios excepcionales

A pesar de la ayuda financiera otorgada por los países de la Eurozona, con apoyo del FMI, las tensiones siguen siendo la nota dominante en la primera semana de junio. Escenarios hasta hace poco inconcebibles, como una fragmentación de la eurozona o una segmentación entre economías según el grado de sostenibilidad de sus finanzas públicas, aunque con escasas probabilidades, ya no son ahora completamente descartables.

Como se ha señalado más arriba, la onda expansiva de la crisis financiera internacional iniciada en Estados Unidos explica en parte la crisis de la Eurozona. Pero también es achacable a una insuficiente adecuación de las reformas en Europa al marco requerido

por la unión monetaria, así como con carencias graves en el gobierno económico de la UE.

Los avatares por los que ha discurrido la instrumentación del apoyo financiero a Grecia han revelado algunas inconsistencias en la estructura y en el funcionamiento de la propia UME y, por supuesto, las muy desiguales preferencias entre sus principales miembros. Particularmente inquietante ha resultado la deriva introspectiva de las autoridades alemanas, debilitando una de las dos dimensiones en que se suponía se iba a fundamentar la gestión de la crisis en la Eurozona: la solidaridad, aun a costa del otro término del binomio, la estabilidad del conjunto del acuerdo y de la propia moneda única.

Efectivamente, se ha cuestionado más que nunca en los últimos once años la identidad y capacidad de supervivencia de la moneda única. Por primera vez algunos analistas se han atrevido a asignar probabilidades a un escenario de disolución, de fragmentación o de exclusión de algunos de sus socios, o de creación de una geometría variable cuyo criterio de segmentación fuera el endeuda-

miento agregado de las economías: la capacidad para soportar un más estricto escrutinio de los mercados.

Para estos, la evolución del apalancamiento privado es un indicador tan significativo como el del público. El caso de España, es suficientemente representativo al respecto.

La de Grecia ha sido una crisis anunciada mucho antes, por su elevada deuda, por la escasa fiabilidad de sus estadísticas, frecuentemente maquilladas y por la falta de compromiso de sus gobiernos, que han ido eludiendo los inevitables ajustes hasta que ya



era demasiado tarde. El cambio de gobierno producido a mediados del año 2009 propició un movimiento hacia la transparencia, que revisó de forma significativa las cifras de déficit público. Los mercados financieros reaccionaron de forma muy negativa, aumentando los diferenciales en el mercado secundario frente a la deuda alemana. Este movimiento puso en marcha la conocida dinámica de los ataques especulativos autoconfirmados: basta con que los mercados desconfíen de un deudor, exigiéndole tipos de interés más elevados en la renovación de los vencimientos, para que esos tipos más elevados hagan que la deuda, a partir de un cierto nivel, no se pueda financiar, traspasándose el umbral de la insolvencia. Los ataques especulativos se vieron realimentados ante nuevas revelaciones de trucos contables en operaciones con derivados, en connivencia con algunos grandes bancos de inversión internacionales.

Europa reaccionó inicialmente de manera titubeante y poco cohesionada ante esta crisis. En un primer momento se señaló que se trataba de un problema europeo y que el recurso al FMI supondría una humillación para la UE; después se anunció un programa conjunto del Fondo con contribuciones bilaterales de los miembros

del euro, pero por importes y en términos que no resolvían los problemas de sostenibilidad de la deuda; después, Alemania y Francia plantearon reticencias a este plan, exigiendo medidas de ajuste adicionales al gobierno griego e insinuando que una reestructuración de la deuda era quizá, al fin y al cabo, inevitable. El pasado 2 de mayo se alcanzó finalmente un acuerdo cuyos términos principales eran los siguientes:

- Un importe total de 110.000 millones de euros, de los que 80.000 serán aportados por los países miembros de la euro zona y el resto por el FMI. Se trata del mayor paquete de la historia del FMI.
- Una duración de tres años, con un tipo de interés variable referenciado, en el tramo correspondiente al FMI, al de los derechos especiales de giro (DEG), moneda cesta integrada por el euro, dólar, libra esterlina y yen japonés, cuyo tipo de interés a tres meses se encuentra en la actualidad en el 0,27%, más un diferencial máximo de 200 pb. La parte correspondiente a la Eurozona se denominará en euros y podrá ser a tipo de interés fijo o variable.



-Un nuevo plan de austeridad del gobierno griego, en el cual se plantea (i) un recorte de gastos del 5,3% del PIB hasta 2013 (incluyendo congelación de salarios y pensiones, así como eliminación de las pagas extras); (ii) un aumento de impuestos – IVA e impuestos especiales – para recaudar un 4% del PIB hasta 2013; (iii) medidas de control del gasto y lucha contra la evasión fiscal; (iv) creación de un Fondo de Estabilidad Financiera para auxiliar al sistema bancario; (v) recorte de beneficios sociales, reforma de las pensiones, reformas estructurales y disminución del gasto militar.

El compromiso finalmente alcanzado de apoyo a Grecia contribuyó a tranquilizar a los mercados de bonos y de divisas sólo de manera efímera. En modo alguno fue una solución definitiva. Grecia quizás no es demasiado grande para caer, pero sí está demasiado interconectado, no solo porque su deuda privada y pública con instituciones europeas sea muy importante, sino porque es un eslabón de la moneda única. El desplome de un país de la Eurozona sería, en todo caso, demasiado emblemático, exhibiría la vulnerabilidad de la principal consecución de la dinámica de integración europea.

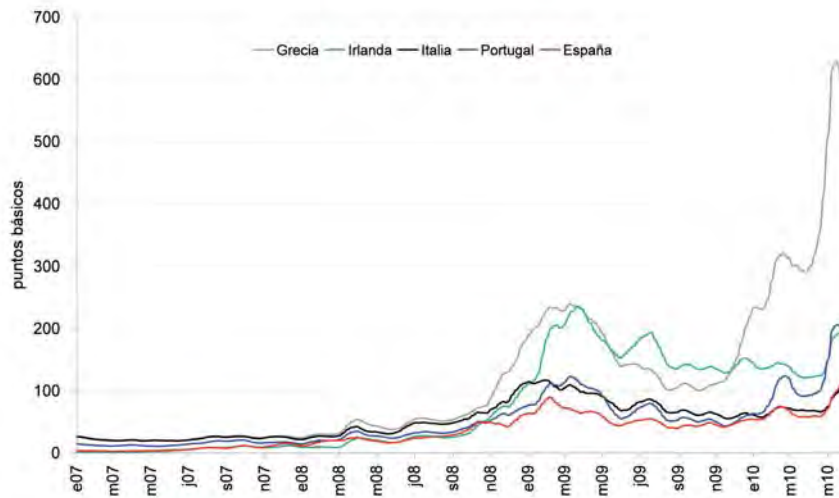


E

El contagio dentro de la zona del euro

El paquete anunciado por el Ecofin en la madrugada del 2 de mayo, pese a su tamaño sin precedentes, no fue suficiente para restablecer la calma en los mercados internacionales. Por el contrario, en los días siguientes – en medio de nuevas declaraciones contradictorias de las autoridades europeas y sugerencias desde Alemania de que, a pesar de las ayudas, una reestructuración de la deuda griega podía ser necesaria –, los diferenciales de la deuda de los países más vulnerables (Portugal, España, Italia, Irlanda) se volvieron a disparar (gráfico 11). Se secaron las líneas de financiación de los bancos europeos en los mercados internacionales, y el euro y las bolsas europeas experimentaron desplomes adicionales.

Gráfico 11: Diferenciales de deuda pública frente a Alemania (plazo 10 años)



En esta situación de pánico, que recordaba a lo ocurrido en el otoño de 2008, cuando se produjo la caída de Lehman, se reunieron los ministros de economía y, después, los jefes de estado y de gobierno de la Eurozona el fin de semana del 8 y 9 de mayo. Los acuerdos alcanzados ese fin de semana marcan un hito en la historia de la construcción europea, aunque es incierto, a la hora de escribir este informe, que hayan resultado suficientes para detener la espiral negativa de los mercados. Vayamos por partes.

Las decisiones anunciadas por la Unión Europea el 9 de mayo suponen, por primera vez en esta crisis, una respuesta coordinada y conjunta al castigo ejercido por los mercados financieros internacionales a los activos de la periferia del área del euro y a la propia moneda europea. El nivel de tensiones y desconfianza alcanzados exigían de una respuesta conjunta, consensuada a nivel europeo, y con la vocación de frenar la oleada de riesgo sistémico desatada tras la crisis griega.

El conjunto de medidas destinadas a preservar la estabilidad del área incluye un Fondo de Estabilización Financiera por un importe de hasta 750.000 millones de euros. Queda articulado en dos tramos: uno de 500.000 millones con aportación de los países de la zona (del cual 60.000 millones corresponden a la Comisión y se enmarcan dentro del Art. 122.2 del Tratado de la UE, por el que se permite la activación de ayuda financiera a Estados miembros en dificultades originadas por situaciones excepciones, y el resto procedería de contribuciones bilaterales); y otro de 250.000 millones como aportación del FMI, quien ha manifestado su disposición favorable al acuerdo, aunque debería ser aprobado, en su caso, por el Directorio de la institución. A título indicativo, cabe señalar que



estos montos permitirían refinanciar los vencimientos de la deuda española y portuguesa en los próximos tres años, pero no la italiana.

La financiación europea tendrá una condicionalidad similar a la impuesta en las ayudas del FMI. El tramo no cubierto por el Artículo 122.2 se configurará como un Vehículo de propósito especial, a través del cual los Estados miembros de la UE, de forma coordinada y respetando la normativa nacional, se comprometen a aportar hasta 440.000 millones de euros, durante un período máximo de 3 años.

Al mismo tiempo, el BCE anunció la decisión, quizá aún más relevante, de intervención en los mercados de deuda pública y privada del Área del euro que presenten disfunciones, comprando deuda de los países en dificultades. Este anuncio supuso un cambio radical en las políticas del BCE, cuyo Consejo de Gobierno había declarado unos días antes que el tema no había sido ni siquiera objeto de discusión. La intervención en los mercados de deuda pública había sido descartada hasta ese momento por el BCE, al considerarla incompatible con el artículo 104 del Tratado, que prohíbe la financiación monetaria del déficit público.

Ante la situación de los mercados y el riesgo de una crisis de mucha mayor envergadura, el BCE ha mostrado un pragmatismo elogiabile... aunque, como en ocasiones anteriores, a regañadientes. La compra de deuda por el BCE (en gran medida a través de los bancos centrales nacionales) supone un arma de gran potencia para contrarrestar las tendencias en los mercados financieros, porque sólo los bancos centrales disponen de la artillería necesaria, al poder intervenir en cantidades teóricamente ilimitadas y de manera encubierta, lo que aumenta su eficacia.

Al mismo tiempo, el BCE ha reinstaurado la adjudicación plena de las peticiones en las subastas de liquidez a 3 y 6 meses (el llamado “full allotment”), lo que significa que los bancos europeos seguirán disfrutando por algún tiempo de amplia liquidez del banco central, para contrarrestar el cierre de los mercados privados. El BCE también reabre las líneas de swap en dólares con la Reserva Federal, para paliar la falta de liquidez de los bancos europeos en esta moneda, resultado de la desconfianza internacional. Sin embargo, estas medidas han venido acompañadas de un anuncio de “esterilización” de las compras de deuda, que quiere decir que el BCE realizará operaciones de retirada de liquidez, aunque no está



claro por qué importe ni a qué plazos. Este último anuncio señala el temor del banco central a impulsar un aumento de la inflación en la zona del euro, lo que evidencia una vez más un cierto dogmatismo heredado del Bundesbank, dado que las tensiones existentes hoy por hoy en Europa apuntan, si acaso, al riesgo contrario, de deflación.

Con el acuerdo político alcanzado en el seno de la UE, se refuerza el mensaje de cohesión europea y predisposición a resolver la crisis soberana actual, un pilar fundamental de cara a garantizar la estabilidad del euro, y se abre la puerta para que el BCE pueda aumentar su activismo, sin comprometer su independencia.

Al mismo tiempo, los países cuya solvencia fiscal ha sido puesta en duda por los mercados financieros se comprometen a poner en marcha planes de ajuste más ambiciosos, que les permitan alcanzar antes la zona de cumplimiento del Pacto de Estabilidad. Además de España (véase recuadro), Portugal ha anunciado planes de ajuste adicionales, y Francia ha presentado un plan que incluye congelación de los salarios de los funcionarios, retraso de la edad de jubilación y otras medidas. Incluso Alemania ha adoptado un

plan de ahorro que pretende recortar el déficit en 80.000 millones de euros hasta el 2014, mediante reducción del empleo público, recortes en el estado del bienestar así como una reducción significativa del tamaño de sus fuerzas armadas.

Medidas de ajuste fiscal en España

A raíz del deterioro de la deuda pública española en los mercados internacionales en los primeros días de mayo, la creciente preocupación por la solvencia a largo plazo del Estado español, así como por el “riesgo país”, y después de las discusiones de los ministros de la Eurozona y los jefes de estado y de gobierno que dieron lugar a la creación del Fondo de Estabilización Europeo, el Gobierno español presentó el día 12 de mayo un programa de ajuste fiscal cuyas líneas maestras son las siguientes:

- 1.Reducción de los salarios en el sector público.**
- 2.Congelación de las pensiones**
- 3.Eliminación del llamado “cheque-bebé”.**
- 4.Eliminación de los derechos de retroactividad de la ley de dependencia.**
- 5.Reducción de la Ayuda Oficial al Desarrollo.**
- 6.Reducción de la inversión pública estatal.**

Cuantificación de las medidas de ajuste fiscal para 2010-11 (cifras acumuladas a 2011)

cifras en % del PIB

	2010	2011
Reducción en salarios del sector público-en función nivel de ingresos-(5% en media)	0,23	0,45
Congelación de pensiones en 2011 , excluyendo las no contributivas y las mínimas	-	0,15
Supresión del período transitorio para la jubilación parcial	0,03	0,02
Eliminación de la ayuda por nacimiento (2.500 EUR) a partir del 1 de enero de 2011		0,13
Reducción del gasto en medicina a través de un uso más eficiente por parte de los consumidores	0,03	0,03
Eliminación de la retroactividad en la Ley de Dependencia a partir de la entrada en vigor de la medida	-	0,03
Reducción en la Ayuda al Desarrollo	0,00	0,08
Recorte en inversión pública	0,21	0,40
Ahorro adicional por parte de CCAA y CCLL		0,12
TOTAL	0,50	1,50

Fuente: Comisión Europea



Es claro el conflicto que suscita la simultánea aplicación de estos planes de ajuste cuando las economías apenas han iniciado el despegue. Estos planes de ajuste son necesarios para restablecer la confianza y los canales de financiación en los mercados, pero entrañan el riesgo de agudizar la dinámica recesiva. De hecho, resulta paradójico que la agencia Fitch haya rebajado la calificación crediticia de España como resultado de la propia rebaja de previsiones de crecimiento del gobierno como resultado de las medidas de ajuste que las propias agencias de calificación, entre otros, venían reclamando y es que, sin cuestionar la necesidad de saneamiento de las finanzas públicas, sí se presenta a estas alturas como un elemento esencial elegir adecuadamente el periodo a lo largo del cual se concretan los esfuerzos. El equilibrio entre credibilidad del saneamiento y su carácter contractivo es crucial.

La cuadratura del círculo a la cual se enfrentan los países europeos periféricos es cómo hacer compatible la recuperación de competitividad dentro de una unión monetaria (que exige caídas de precios y salarios) con la estabilización de la deuda (pública, privada o ambas, según los países), que se ve dificultada extraordinariamente en un entorno deflacionista.

E

El riesgo de fragmentación en la zona del euro

El marco institucional de la Unión Monetaria Europea no prevé, como es lógico, la salida de ningún país del euro, ya sea voluntariamente o por expulsión. Ya es bastante peculiar un área monetaria que se expande, admitiendo nuevos miembros a medida que cumplen una serie de criterios; pero la posibilidad de exclusión, voluntaria o no, hubiera abierto una vía a la especulación permanente contra el euro y hubiera imposibilitado la consolidación de la unión monetaria como un mercado financiero integrado, sobre todo en los segmentos a largo plazo. El régimen monetario de un país no es algo que se pueda cambiar alegremente.

Las reglas del juego del euro son: unos criterios de entrada objetivos, unos incentivos para la disciplina una vez dentro, un pacto de estabilidad y unos mecanismos de sanción en caso de incumplimiento. Este conjunto de reglas está diseñado precisamente para hacer irreversible la adopción del euro.

Sin embargo, como se ha señalado más arriba, han fallado una serie de pilares básicos del euro, de manera que ahora Grecia afronta un dilema sumamente complejo, incluso con el generoso paquete de ayuda aprobado: o bien adoptar medidas de ajuste muy dolorosas, o bien reestructurar su deuda.

Una tercera alternativa, sobre la cual han especulado en los últimos meses los mercados y los analistas, sería la salida del área del euro, pero ¿es esto posible? ¿Cómo podría hacerse? Se han establecido comparaciones con la crisis Argentina de hace casi una década, pero se olvida que en aquel caso el peso argentino ya existía, con una paridad 1:1 con el dólar que se basaba en una ley aprobada unilateralmente por el parlamento. En este caso la unión monetaria se sustenta en un Tratado internacional, no existe moneda de referencia, y la redenominación de los activos y pasivos, frente a residentes y no resi-

dentes, tropezaría con un complejo entramado de posiciones frente a otros países del euro o frente a terceros. ¿Se redenominarían sólo los pasivos pero no los activos? ¿Frente a residentes sólo o también frente a no residentes? ¿Los públicos y los privados? ¿Y las posiciones interbancarias? ¿Cómo se desharían las posiciones del Banco de Grecia en el Eurosistema? ¿Y las reservas de divisas transferidas y gestionadas en común? Con este número de incógnitas, puede comprenderse que los litigios de todo tipo en tribunales domésticos, europeos e internacionales planearían durante años sobre los activos y pasivos sometidos a redenominación, con la consiguiente inseguridad jurídica.

En fin, la complejidad de una eventual salida del euro superaría con mucho la de otros cambios de régimen monetario conocidos en las últimas décadas. Además, con el Tratado en la mano, no es posible que un país salga voluntariamente del euro: para ello debería salir de la UE, lo que es una decisión de mucha más trascendencia.

A pesar de todo lo anterior, al menos en el plano teórico, la decisión de salida del euro por parte de un país puede analizarse como cualquier otra decisión de política económica, como un balance de costes y beneficios. Los costes, como se ve, son sumamente

elevados. Los beneficios dependen del escenario alternativo. Es decir, si el país en cuestión afronta, dentro del euro, un ajuste sumamente duro, una reestructuración de la deuda y un panorama de bajo crecimiento durante años, no es totalmente descartable que pueda plantearse incluso la salida del euro; pero para que compense esta decisión las perspectivas dentro del euro debe ser realmente desoladoras.

El euro es una moneda peculiar, no sólo por la coexistencia de una política monetaria con múltiples políticas fiscales, sino también por la ampliación indefinida a nuevos miembros a medida que éstos cumplen los criterios de convergencia. Por ejemplo, en medio de la crisis de los primeros meses de 2010, ha pasado casi desapercibido el hecho de que la Comisión Europea ha recomendado la admisión de Estonia, que sería el miembro número diecisiete del club.

Podría pensarse que no es el momento para ampliaciones del euro, pero la legalidad del Tratado es inexorable y los derechos de los miembros de la UE que aún no lo son del euro (a excepción del Reino Unido y Dinamarca, que gozan de un “opting out”), intocables. Los países pequeños que mantienen un tipo de cambio fijo, como Estonia, tienen todos los incentivos para entrar en el euro. Si en

medio de una grave crisis como la que están atravesando han preferido no utilizar la posibilidad de devaluar su moneda (y con ello han aceptado una contracción del PIB del orden del 20% en 2009) es porque sus autoridades están convencidas de que una política monetaria independiente no es viable en su caso. La entrada en el euro tiene evidentes ventajas frente a la vulnerabilidad de mantenerse fuera.

Pero la expectativa de una ampliación permanente hacia países con un menor nivel de renta per capita, estructuras económicas más vulnerables y procesos de convergencia real pendientes de completar implica que el área del euro está destinada a hacerse crecientemente heterogénea, diversa y compleja. Estas características, deseables desde otros puntos de vista, representan un cierto lastre para el euro como moneda de reserva internacional.

En definitiva, sea como sea la salida de esta crisis, el marco institucional del euro tiene una debilidad estructural en la ampliación hacia economías menos desarrolladas que no tienen, en caso de dificultades, vías de salida o de relajación de las restricciones que impone la pertenencia al club.





No hay marcha atrás

Quando se plantea la posibilidad de la salida de algunos países del euro, o la desintegración de la unión monetaria, se olvida considerar cuál es el escenario alternativo: ¿la flotación? ¿la vuelta al Sistema Monetario Europeo? Es relevante en este sentido una breve digresión sobre la historia monetaria reciente de Europa.

Quando el paso a la flotación, en los primeros años setenta, los países europeos manifestaron desde el inicio un gran temor al desorden que los tipos de cambio flotantes podían suponer para los proyectos del entonces llamado mercado común. Establecieron primero la Serpiente Monetaria Europea y más tarde el Sistema Monetario Europeo, y fueron alcanzando grados de estabilidad cambiaria creciente. Sobre todo los países del centro de la UE eran

perfectamente conscientes de que la libre flotación de las monedas era incompatible con la integración económica, por la tentación de políticas oportunistas de devaluación competitiva.

Pero entretanto se fue avanzando en la libre circulación de capitales, un fenómeno no sólo europeo, sino global. Los países de la UE se enfrentaron, en los últimos años ochenta y primeros noventa, a un dilema: con libre circulación de capitales y tipo de cambio fijos es imposible mantener políticas monetarias independientes. La solución es o bien la existencia de un líder que fija el tono de la política monetaria (Alemania) o una unión monetaria. Pero la primera solución era inaceptable como permanente para Francia y el resto de los países. La crisis del Sistema Monetario Europeo (1992-93) puso de manifiesto de manera dramática estas contradicciones. A través del Tratado de Maastricht, Francia consumó el matrimonio con Alemania, que entregó el marco como dote.

Quiere esto decir que, en caso de ruptura del euro, la marcha atrás es prácticamente imposible. El viejo Sistema Monetario Europeo es inviable (tanto más cuanto más desarrollados los merca-

dos financieros) y la flotación supondría, seguramente, el fin del mercado único. Es cierto que el euro ha sido una huida hacia delante. Pero, como se suele decir en economía, es fácil sacar la pasta de dientes del tubo, pero mucho más difícil volver a meterla.





Las direcciones del fortalecimiento

Ahora, quizás de forma más explícita que antes, la Eurozona ha de reducir esa asimetría entre unión monetaria y ausencia de unión política: la vuelta atrás, hacia la fragmentación o diferenciación de velocidades o geometrías entre países, es una salida que echaría por la borda décadas de cooperación. La otra es fortalecer la capacidad política e institucional del área monetaria. Hoy más que nunca es necesario mostrar que los principios de cooperación siguen activos en la UE. No sólo por la singularidad de las amenazas que siguen vigentes sobre la Eurozona, sino por la complejidad para gobernar la dinámica de integración con 27 países no precisamente homogéneos. Tam-

poco pueden hoy pasar por excéntricos los que advierten de que de la capacidad para solucionar la crisis abierta en el área monetaria común va a depender la cohesión del conjunto de Europa como hoy la conocemos.

La inestabilidad financiera no ha concluido con esta crisis. Las advertencias que hiciera Hyman Minsky relativas a la inestabilidad intrínseca al sistema económico, están hoy más vigentes que cuando las formuló. La evidencia aconseja hacer frente a esos epi-

sodios de inestabilidad de forma cooperativa, suficientemente coordinada: avanzando de forma suficientemente visible hacia un gobierno económico europeo. Ahora mucho más, si no queremos amparar una dinámica involucionista, no solo en relación a la integración europea, sino a la de integración financiera que gobierna el mundo.



Hacia la unión política europea

Posiblemente los europeos pecamos de ingenuos al pensar que podíamos establecer una unión monetaria sin una coordinación mucho más estrecha de las políticas fiscales y, eventualmente, ciertos ingredientes de unión política. Si la vuelta atrás no es posible, el único camino que nos queda es hacia adelante.

Es evidente que la disociación entre el mercado único y la fragmentación política de la UE es una fuente de constantes tensiones. Al mismo tiempo, el proyecto europeo ha avanzado siempre mediante cesiones de soberanía pequeñas, pero graduales, que han ido conduciendo a ciertos elementos de unión política.

Cabe preguntarse si la unión política es factible, si es lo que desean los ciudadanos europeos. Los reveses recientes en la ratificación de la constitución europea y en el Tratado de Lisboa revelan cierto cansancio con una manera de construir Europa de arriba abajo, sin contar con los ciudadanos. Si se quiere imprimir un impulso cuantitativo a la construcción europea es necesario un ejercicio de transparencia y honestidad por parte de las instituciones y los gobiernos europeos, de manera que las reformas en esta dirección cuenten con el respaldo de la población. Es una tarea difícil y posiblemente no todos los países europeos estén dispuestos a asumirla. Las distintas velocidades en la construcción europea son ya un hecho, por lo que no tiene sentido seguir empeñados en avanzar a la velocidad del más lento.

Cabe preguntarse si es posible hacer una unión política en un clima de incomprensión mutua como el existente actualmente. Corresponde también aquí a los líderes europeos una tarea pedagógica y positiva, olvidando las recriminaciones mutuas y mirando hacia el futuro. Europa sólo puede salir de esta crisis avanzando. El inmovilismo no es una opción, y los retrocesos posiblemente nos llevarán mucho más atrás de lo que pensamos, más de lo que incluso los más euroescépticos desean.

Bibliografía recomendada

- Analistas Financieros Internacionales (2004) La ampliación de la UE: riesgos y oportunidades. Monografía para Caja Caminos. Mayo.
- Fernández de Lis, Santiago (2010): Grecia y el euro: los inconvenientes de atarse las manos, Expansión, 9 de mayo.
- Fernández de Lis, Santiago y Baliña, Sara (2010): ¿Quiebran los países?, El País, 2 de mayo.
- Fernández de Lis, Santiago y Manzano, Daniel (2010): La suerte estaba echada, El País, 24 de abril.
- Ontiveros, Emilio y Valero, Francisco José (1996) La UEM en entredicho. Ediciones Encuentro.
- Ontiveros, Emilio (2007) Renovada globalización. Nuevas tendencias de la Economía Mundial. Monografía para Caja Caminos. Septiembre.
- Ontiveros, Emilio (2009) La más singular de las crisis. Monografía para Banco Caminos. Julio.
- Ontiveros, Emilio (2010), La eurozona amenazada. El País Negocios, 18 de abril.
- Ontiveros, Emilio y Fernández de Lis, Santiago (2010), La crisis del euro. Fundación Alternativas. Memorando OPEX nº 139/2010. Mayo.

Colección Monográfica

El camino hacia el Euro.

Los Juegos Olímpicos.

Itinerarios de dos mil años. Escalas del tiempo.

China: el despertar del gigante.

Homenaje a José Echegaray.

El enigma del Neandertal.

150 años con Madame Bovary.

Renovada Globalización.

Nuevas tendencias de la Economía mundial.

La crisis "subprime" y sus lecciones.

Los instrumentos de la orquesta.

El concierto de Año Nuevo de la Orquesta Filarmónica de Viena.

La más singular de las crisis.

Strauss.

Convulsión en la eurozona.

Banco Caminos

MADRID

C/Almagro 8 y C/Almagro 42

Tel. Centralita: 91 319 34 48

Banca telefónica: 902 100 845 - 91 310 95 50

Fax: 91 310 96 97

28010 Madrid

www.banccaminos.es

info@banccaminos.es

BARCELONA

Vía Augusta 153

Tel. Centralita: 93 277 06 00

08021 Barcelona

www.banccamins.cat