16. La crisis de la eurozona

Emilio Ontiveros

1. Introducción

Como ya se ha expuesto en el capítulo 1, la creación de la Unión Monetaria (UME) fue el proyecto más ambicioso desde la creación de la actual Unión Europea (UE). Tan ambicioso políticamente como cuestionado técnicamente, en su viabilidad para integrar en una unión monetaria a economías poco homogéneas estructuralmente. La desaparición de las monedas nacionales, la fijación irrevocable de los tipos de cambio, se abordaron confiando en que la propia integración monetaria propiciaría la convergencia real entre las economías, en su PIB por habitante, principal indicador de la evolución del bienestar. También en que las entonces menos competitivas llevarían a cabo reformas suficientes en la dirección de una mayor flexibilidad.

En su diseño no se prestó demasiada atención a las prescripciones técnicas y académicas que tenían como referencia el exigente concepto de «área monetaria óptima». La Unión Monetaria nació sin más institución común que un Banco Central Europeo (BCE), diseñado a imagen y semejanza del estricto Bundesbank, pero sin la definición de una senda hacia la disposición de una unión fiscal o de una unión bancaria. Ello no impidió, sin embargo, que la andadura inicial del área monetaria fuera muy favorable: estuvo exenta de grandes perturbaciones, aprovechando esa fase de crecimiento, bajos tipos de interés y estabilidad en la mayoría de las economías avanzadas conocida (véase de nuevo el capítulo 1), como «la gran moderación». Se trató, efectivamente, de una suerte de luna de miel con el entorno económico global que concluyó con el contagio a Europa de la crisis desencadenada en el sistema financiero estadounidense en el verano de 2007.

La particularización en la eurozona de esa crisis financiera no sólo reveló limitaciones en el diseño de la Unión Monetaria, sino también problemas económicos más amplios en algunos

de sus países miembros que derivaron a su vez en tres crisis: bancaria, de deuda soberana y de competitividad. Y, de resultas de todo ello, una crisis adicional en el funcionamiento de las instituciones, que reveló manifiestas disfuncionalidades en su gestión. Todo ello contribuyó a la adopción de decisiones de política económica que no han sido las más adecuadas en todos los casos. Los resultados se reflejan en la severidad de los daños generados por la crisis en la mayoría de las economías del área monetaria y en la erosión de la credibilidad de la unión monetaria. Una crisis existencial en toda regla que llegó a amenazar muy seriamente el proyecto de integración europea en su conjunto, cuestionado en su viabilidad por los mercados financieros en los momentos de mayor tensión.

Lo que sigue es una descripción de las razones de la crisis[1] y de su impacto diferencial en la eurozona, tratando de diferenciar las causas específicas por razón del diseño de la UME de las debidas a la gestión de la propia crisis. Se abordan igualmente las lecciones que cabe deducir y los avances en la integración a que la propia crisis ha obligado.

2. Daños generados por la crisis: Estados Unidos *versus* eurozona

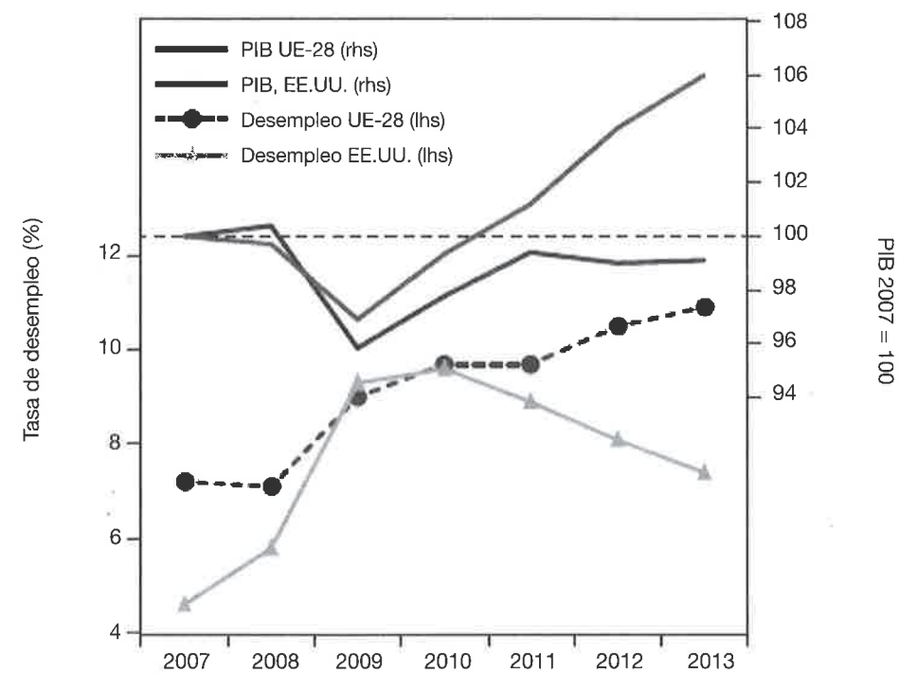
En el verano de 2007, cuando emergió la insolvencia generalizada de las hipotecas de alto riesgo en Estados Unidos, algunas economías de la eurozona presentaban desequilibrios macroeconómicos que las hacían vulnerables al contagio. En común con los factores propiciatorios de la crisis estadounidense estaba la apreciación de los activos inmobiliarios en algunas economías de la eurozona y el elevado endeudamiento privado de las mismas. Un endeudamiento fundamentalmente con los sistemas bancarios domésticos que aumentaba su fragilidad. Algunos otros países, además, presentaban elevados niveles de deuda pública.

Si la crisis nació en el sistema financiero de Estados Unidos no ha sido precisamente en esa economía donde siete años después se verifican los peores resultados. En realidad, tanto en términos de daños sobre la economía real como en términos financieros, el balance es muy desfavorable a la eurozona. Las razones no son sólo las vinculadas a limitaciones en la configuración del área monetaria, sino a la adopción de políticas fiscales y monetarias más adecuadas en Estados Unidos[2].

2.1 Daños reales

La «Gran Recesión» originada por esa crisis fue la más larga y profunda desde la «Gran Depresión» de los años treinta del siglo XX. Como pone claramente de manifiesto el gráfico 1, su impacto en términos de crecimiento económico y desempleo ha sido muy desigual. Baste señalar que en diciembre de 2013 el valor del PIB de la eurozona era un 3% inferior al del primer trimestre de 2008, mientras que en Estados Unidos ya era un 5% superior. Seis años después de la emergencia de la crisis, el crecimiento de la eurozona en 2014 es tibio, inferior al 1%, y la tasa de desempleo, cercana al 12% de promedio, con valores próximos al 25% en Grecia y España, donde las tasas correspondientes al segmento juvenil superan el 50%. En Estados Unidos, sin embargo, la economía crece a una tasa cercana al 3% y su tasa de paro es inferior al 6%.

Gráfico 1. PIB y desempleo en Europa y Estados Unidos



FUENTE: Darvas y Guntram (2014).

Los riesgos de «estancamiento secular» no están, pues, en modo alguno despejados, a tenor de los daños estructurales que la crisis ha dejado en algunas economías de la eurozona, tal y como se detalla en las previsiones del FMI, reflejadas en el cuadro 1. La erosión en el crecimiento potencial ha sido significativa en casi todas las economías, con la excepción de Alemania. Las propias estimaciones de la Comisión Europea sitúan un crecimiento potencial a medio plazo entre 2014 y 2023 en torno al 1%. Las consideradas periféricas, lógicamente, han sufrido bastante más y es también donde son menores las posibilidades de retomar su crecimiento potencial, dado el daño registrado en todas las modalidades de formación de capital. La Gran Recesión ha reducido en mayor medida que otras anteriores la acumulación de capital. Pero de todas las formas de capital la que más ha sufrido es, sin duda, el humano, el que en mayor medida puede condicionar el crecimiento futuro, dado el riesgo de erosión de habilidades y adaptación a las nuevas exigencias del mercado de trabajo.

Con la crisis también ha desaparecido una parte importante, cuando no todo, del avance en términos de convergencia real de las economías periféricas que se había conseguido desde el inicio de la unión monetaria. Las economías de Grecia y Portugal están hoy por debajo del 70% del PIB por habitante de la UE-15 que tenían en 1999, como se aprecia en el gráfico 2; España algo por encima del 80%. Son esos datos los que llevan a concluir a Simon Tilford

Cuadro 1. Previsiones de crecimiento económico (en porcentaje) (variación anual, porcentajes)

	Media									Previsiones		
	1996-2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2019
PIB real												
Economías avanzadas	**2,8**	**3,0**	**2,7**	**0,1**	**–3,4**	**3,0**	**1,7**	**1,4**	**1,3**	**2,2**	**2,3**	**2,1**
Estados Unidos	3,4	2,7	1,8	–0,3	–2,8	2,5	1,8	2,8	1,9	2,8	3,0	2,2
Área euro	2,1	3,3	3,0	0,4	–4,4	2,0	1,6	–0,7	–0,5	1,2	1,5	1,5
Alemania	1,2	3,9	3,4	0,8	–5,1	3,9	3,4	0,9	0,5	1,7	1,6	1,3
Francia	2,2	2,5	2,3	–0,1	–3,1	1,7	2,0	0,0	0,3	1,0	1,5	1,9
Italia	1,4	2,2	1,7	–1,2	–5,5	1,7	0,4	–2,4	–1,9	0,6	1,1	0,9
España	3,7	4,1	3,5	0,9	–3,8	–0,2	0,1	–1,6	–1,2	0,9	1,0	1,3

FUENTE: Afi, FMI.

(2014), subdirector del Centre for European Reform, que «la eurozona no es lugar para los países pobres». También ayudarían a entender la desafección de numerosos ciudadanos de la periferia de la eurozona y el escepticismo acerca de las ventajas del euro, como más adelante se comenta[3].

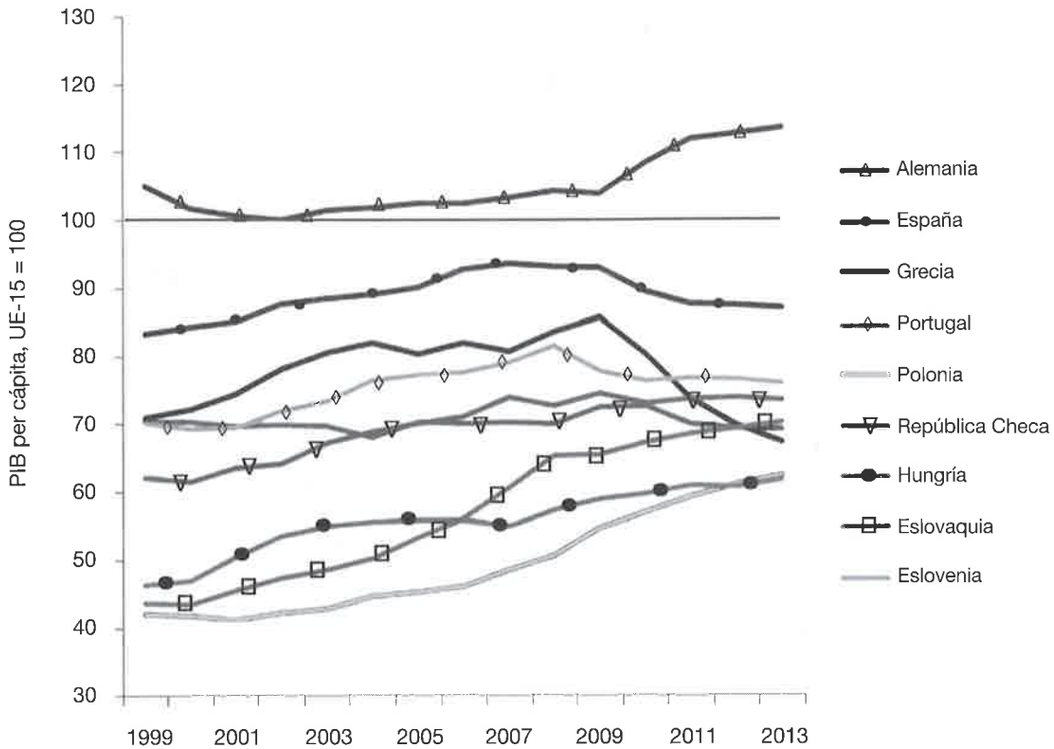
2.2 Daños financieros

La eurozona también ha resultado más dañada en términos financieros. A la emergencia de una crisis en la deuda soberana tras el conocimiento de las anomalías contables en Grecia, a cuyo Tesoro habían prestado muchos bancos de la eurozona, sucedió una crisis bancaria que obligó a los gobiernos a acudir en apoyo de numerosos bancos, en la práctica totalidad de los países, aunque de forma desigual.

La quiebra de la confianza que sobrevino tras la emergencia de la crisis en el sistema financiero de Estados Unidos se tradujo en un colapso de los mercados mayoristas, en un *«credit crunch»* en toda regla y una contracción en los flujos de financiación transfronteriza que afectó en mayor medida a aquellos sistemas bancarios más dependientes de la financiación exterior. Entre ellos, el español de forma diferenciada. El impacto diferencial en el conjunto de la eurozona fue tanto más intenso cuanto mayor el grado de bancarización de la misma, frente al protagonismo que tiene la financiación a través de los mercados de capitales en Estados Unidos o Reino Unido, como se describe en Berges y Ontiveros (2014)

Esos problemas, en principio de liquidez, fueron particularmente intensos en aquellas economías en las que el endeudamiento privado y público había alcanzado niveles elevados durante la fase previa de expansión. Hasta el inicio de la crisis, en el seno de la unión monetaria los flujos financieros discurrían de forma continua entre sus países. La integración financiera avanzaba a un mayor ritmo que la convergencia en otros ámbitos. Los bancos de las economías excedentarias de ahorro como Alemania lo colocaban en aquellos otros deficitarios en

Gráfico 2. PIB por habitante (UE-15: 100)



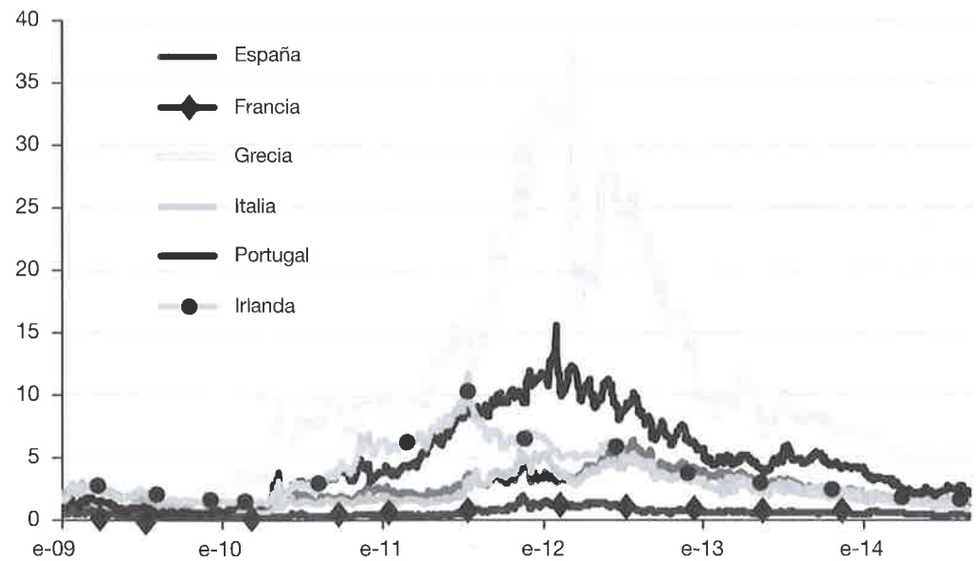
FUENTE: Comisión Europea.

condiciones competitivas, expresivas de un verdadero mercado único. En países, como España, con tasas de inversión ascendentes, el sector privado acumuló un elevado endeudamiento, fundamentalmente con sus entidades bancarias. Éstas, a su vez, se endeudaron con otros bancos del mundo, europeos fundamentalmente. En la medida en que gran parte de ese endeudamiento bancario estuvo destinado a financiar inversiones en activos inmobiliarios, el desplome en los precios de estos cuestionó de forma significativa la solvencia bancaria.

Como ya se ha explicado en el capítulo 11, la crisis de liquidez a la que se enfrentaron los bancos al inicio de la crisis dio paso a una de solvencia a medida que los precios inmobiliarios caían y también el ritmo de crecimiento de las economías y el ascenso del desempleo. Y, en última instancia, la capacidad de atención de las deudas por las familias y empresas. La crisis bancaria afectaría en mayor medida a aquellas entidades bancarias con mayor actividad hipotecaria y menor grado de diversificación internacional.

La erosión de la solvencia acabó requiriendo ayudas públicas que tampoco favorecían el saneamiento fiscal de los gobiernos, afectado ahora por las caídas en la recaudación tributaria, consecuente con la recesión instalada en la eurozona (véase los capítulos 12 y 13). Los

Gráfico 3. Diferenciales sobre bonos soberanos (puntos básicos)



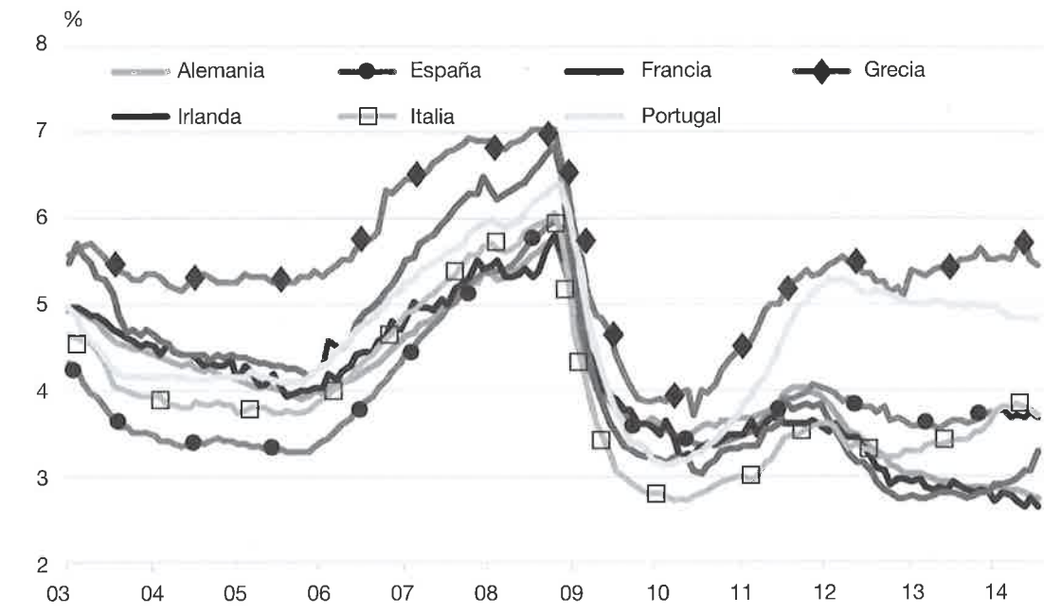
FUENTE: Afi, Reuters.

bancos, a su vez, se habían convertido en los principales inversores en deuda pública de sus propios países, de forma que caídas en la cotización de ésta (ascensos en sus tipos de interés) acababan dañando la calidad de los balances bancarios. Se conformaba así un bucle ciertamente diabólico entre dos ámbitos sensibles para las economías periféricas, y desde luego para los inversores en esas economías. La ausencia de mecanismos comunitarios de apoyo y la oposición de los gobiernos de las economías del norte de Europa a crear mecanismos solidarios amparaban las peores presunciones de los inversores en bonos públicos.

Los mercados de bonos diferenciaron claramente la cotización de los títulos de las economías centrales de los de las periféricas, ampliando las primas por riesgo hasta cuantías sin precedentes, como se aprecia en el gráfico 3. Esos tipos de interés, además de acentuar las divergencias en el seno de la eurozona, encarecieron de forma significativa la financiación de los gobiernos en los mercados. Atrás quedó aquella equivalencia de tipos de interés con que cotizaban los títulos de deuda pública de los gobiernos que compartían el euro. Todavía en 2006 el entonces presidente del BCE, J. C. Trichet, exhibía como un éxito de la Unión Monetaria el hecho de que los bonos públicos griegos tuvieran el mismo tipo de interés que los alemanes.

La reacción a ese deterioro en las cotizaciones de la deuda pública con políticas de ajuste presupuestario en plena recesión, manifiestamente procíclicas, lejos de facilitar la reducción de la deuda pública, la elevaron de forma significativa. Aquellas economías con tipos de interés más elevados en esos años centrales de la crisis han sido también las que han sufrido una mayor erosión en su crecimiento potencial, al contraerse todas las posibilidades de formación de capital.

Gráfico 4. Tipos de interés en prestamos a empresas, vencimiento inferior a 1 año



FUENTE: Afi, BCE.

La combinación de recesión profunda con crisis financiera derivó en pérdidas importantes de riqueza financiera y dificultades en el acceso a las fuentes normales de financiación. El crédito bancario se contrajo al mismo tiempo que emergía una fragmentación financiera que no tenía precedentes desde el nacimiento del euro. Así, empresas similares en distintos países de la eurozona soportan costes financieros muy desiguales, como se aprecia en el gráfico 4. Para explicarlo, a la mayor aversión al riesgo presente en los bancos de la periferia habría que añadir los problemas y costes de captación de financiación por los bancos originarios de esas economías.

Los daños en los bancos han quedado reducidos tras las ayudas públicas y la restauración de la liquidez propiciada por el BCE. Pero es difícil pasar por alto la vulnerabilidad de algunos de ellos, dado el nivel de endeudamiento de familias y empresas todavía existente. Tampoco es necesario insistir en el impacto que sufrió la financiación al conjunto del sector privado de las economías como consecuencia de la prolongada contracción del crédito en toda la eurozona, y muy particularmente en las economías periféricas.

En la valoración de la actuación de las autoridades europeas ante las crisis bancarias basta con tomar en consideración que no fue hasta julio de 2012 cuando se dispuso de una aproximación conjunta al respecto, coincidiendo con la solicitud de rescate al sector bancario por las autoridades españolas y la asociada concesión de una línea de crédito por 100.000 millones de euros. En Estados Unidos, por su parte, el tratamiento de los problemas bancarios fue más decidido y temprano: los *«stress tests»* de esos bancos, previos a la recapitalización, se llevaron a cabo en la primavera de 2009[4].

Con todo, los bancos de la eurozona seguirán lejos de la completa normalización mientras la deuda privada siga en niveles elevados. En ausencia de crecimiento económico superior al observado hasta 2014, las dudas sobre la capacidad para digerir el stock de deuda que mantienen algunas economías periféricas seguirán pesando no solo sobre la estabilidad de los sistemas bancarios, sino sobre la capacidad de las economías para renovar el impulso de la inversión. La realidad deja lugar a pocas dudas: en 2014 la deuda privada, como proporción del PIB, en la eurozona es superior a la existente antes del inicio de la crisis. Solo la deuda de las empresas ha descendido ligeramente, mientras que la deuda pública ha aumentado considerablemente. La persistencia de bajos ritmos de crecimiento económico no favorecerá precisamente la superación de esa severa restricción.

2.3 Daños institucionales

Esos desiguales resultados económicos, su contraste con los de otras economías no pertenecientes a la eurozona, han sido tan severos que han llegado a cuestionar la propia virtualidad de la UME. Desde luego contribuyeron al distanciamiento de los ciudadanos de las instituciones europeas. En mayor medida en aquellos países donde las políticas presupuestarias aplicadas fueron más agresivas. No es fácil que la identificación con la integración europea, con adicionales cesiones de soberanía nacional, coexista con bajo crecimiento económico y elevado desempleo, sin apenas mostrar intenciones de corregir el rumbo de las políticas hasta ahora practicadas durante la crisis.

En la gestión de la crisis, lejos de liderazgos proactivos, se impusieron una suerte de correctivos severos a las economías periféricas cuyos resultados no se tradujeron precisamente en mejoras del bienestar, sino en mayor acentuación de la crisis y de sus efectos sobre el desempleo: fueron más de seis millones los empleos destruidos entre 2008 y 2013. Los resultados de las elecciones al Parlamento Europeo en la primavera de 2014 ilustraron las actitudes de buena parte de los ciudadanos, confirmando lo que el eurobarómetro ya había anticipado: una gran desafección del proyecto europeo en su conjunto. Esa erosión de la confianza en las instituciones europeas se intensificó precisamente a partir de octubre de 2008. La adopción, en la primavera de 2010, de severos programas de ajuste presupuestario supervisados por «la troika» añade a la desconfianza, la percepción de falta de transparencia y legitimidad democrática.

Philippe Legrain (2014), asesor del presidente de la Comisión Europea entre febrero de 2011 y febrero de 2014, en el contexto de una valoración muy poco favorable de la ejecutoria de las instituciones comunitarias, subraya que una crisis que podría haber servido para el reforzamiento de la integración, lo ha hecho para acentuar la fractura de Europa. En su reciente libro, *European Spring*, atribuye esa fractura no sólo a las narrativas en conflicto acerca del diagnóstico de la crisis, sino también «a la batalla acerca de cómo deberían compartirse las pérdidas generadas por la crisis entre accionistas de los bancos, bonistas y contribuyentes; y entre países acreedores y deudores». La Unión Europea, que antes de la crisis era sinónimo de prosperidad, se encuentra hoy asociada a la existencia de dificultades para avanzar en bienestar. Como destacan Darvas y Wolff (2014), la distribución del ajuste aplicado en la eurozona ha sido manifiestamente desigual, agudizando los problemas de elevado endeudamiento de las familias mediante un excesivo desempleo y limitaciones importantes a servicios públicos como la educación. Ello, lejos de reducir la desigualdad la incrementará, como ocurrirá con la asociada inestabilidad social, erosionando en última instancia las posibilidades de crecimiento económico.

Jean P. Ferry (2014) también insiste en esa hipótesis de Legrain al considerar que al asumir como diagnóstico de la crisis el exceso de gasto y endeudamiento de los periféricos, Alemania pasaba por alto su eventual contribución a la generación de la crisis manteniendo persistentes superávit en la cuenta corriente de la balanza de pagos que sus bancos reciclaban en préstamos baratos a los bancos del sur, es decir, al aumento de la actividad de construcción residencial y encarecimiento de los activos inmobiliarios, fundamentalmente.

3. Revelaciones esenciales de la crisis

Como se ha señalado en la introducción, el impacto diferencial de la crisis global sobre la eurozona ha de ser explicado por dos conjuntos de razones: las carencias originales del propio proyecto de integración monetaria y la aplicación de políticas inadecuadas.

3.1 Problemas de diseño

«Europa se hará por la moneda o no se hará» habían declarado los fundadores de la actual Unión Europea. La existencia de una unión monetaria, una sola moneda y un banco central que definiera la política monetaria conjunta, había estado latente en diversos proyectos de fortalecimiento de la dinámica de integración europea prácticamente desde los inicios[5]. En el Consejo Europeo celebrado en La Haya en 1969 ya se adoptó el acuerdo formal de disponer de un plan para una unión económica y monetaria. Europa también actuó conjuntamente ante la ruptura, en el verano de 1971, del sistema nacido en Bretton Woods, definiendo reglas de fluctuación conjunta de sus monedas: la serpiente monetaria y el posterior Sistema Monetario Europeo (SME). También en el informe Delors de 1989 se hacía una referencia a la misma. Pero fue en el Tratado de Maastricht, suscrito en 1992, cuando se establecieron sus perfiles concretos y el acuerdo de iniciarla a final de esa década. A pesar de esa recurrente aspiración a disponer de una moneda única que facilitara el perfeccionamiento del mercado interior, eliminando la posibilidad de devaluaciones competitivas y costes transaccionales y de gestión de riesgos de cambio, su diseño final no satisfizo todas las exigencias técnicas, en especial las que prescribía el enfoque teórico basado en «áreas monetarias óptimas». En realidad, las motivaciones que determinaron la existencia de la moneda única estaban en mayor medida influidas por la voluntad política de afianzar genéricamente la integración que por consideraciones estrictamente técnicas.

Efectivamente, en la definición que sirvió para su diseño final y en las exigencias de acceso, se dejaron a un lado consideraciones más estructurales de las economías, como los mercados de trabajo o las diferencias en competitividad. En su lugar se definieron condiciones de convergencia nominal de las economías (en términos de inflación, déficit y deuda pública, tipos de interés a largo plazo y estabilidad en la permanencia dentro del mecanismo de cambios del

SME), impuestas por las autoridades alemanas. La institución encargada de definir la política monetaria, el BCE, también adoptaría los perfiles y restricciones operativas que tenía el banco central alemán, el Bundesbank: atención exclusiva a la estabilidad de precios y prohibición terminante de financiar los déficit públicos de los estados miembros. En la primera convocatoria, la evaluación que se hizo en mayo de 1998 para iniciar la andadura el uno de enero de 1999, fueron once miembros los que superaron ese examen de convergencia nominal, aunque con cierta benevolencia interpretativa. La deuda pública excedía del 60% del PIB en Bélgica, Italia, y en mucha menor medida Alemania (algo más del 61%), pero se consideró que el esfuerzo postunificación con la Alemania del Este lo justificaba. Esos estados abandonaron su moneda nacional por el euro y un año después, con cierto grado de manipulación o/y tolerancia en la evaluación de esas condiciones de convergencia nominal, lo haría Grecia. Esa renuncia a la soberanía monetaria, la fijación irrevocable de los tipos de cambio, se revelaría años después, con la emergencia de la crisis de 2007, como una poderosa restricción a la recuperación de la competitividad y del crecimiento de las economías consideradas periféricas.

Se confiaba en que dentro de esa comunidad monetaria, «el roce haría el cariño» y se acabaría avanzando hacia un mayor grado de integración financiera y, desde luego, hacia una mayor unión fiscal y política. Pero tampoco tuvo lugar: en los diez años de vida hasta el desencadenamiento de la crisis, nada se hizo por fortalecer las bases de la unión monetaria. Y esa unión incompleta acentuó su vulnerabilidad. Pero como se verá más adelante no es la causa única de que la eurozona haya sufrido una crisis de deuda pública sin precedentes, crezca poco y tenga un elevado desempleo y pobres perspectivas de recuperación.

3.1.1 Zonas Monetarias Óptimas

En la definición del horizonte de la Unión Monetaria de Europa no se tomó en consideración las prescripciones de los académicos amparadas en el paradigma de las Zonas Monetarias Optimas *(«Currency Monetary Unions»),* formulado originalmente por el premio Nobel Robert Mundell (1961). En ese trabajo, así como en los de otros autores, se definían las condiciones bajo las que podría funcionar una moneda única para varias regiones o naciones. Al prescindir de la flexibilidad del ajuste en el tipo de cambio, ante perturbaciones asimétricas en el seno de la unión, la respuesta tendría que operarse a través de la movilidad de los factores, fundamentalmente del trabajo. Otros progenitores de ese enfoque, como Peter Kenen, argumentaron que una integración fiscal podría contribuir a paliar esos shocks asimétricos.

Era, y es, un hecho, que las economías que constituyen hoy la eurozona no conforman un área monetaria óptima. La movilidad del trabajo es limitada y la flexibilidad de los salarios es igualmente desigual. De ahí el escepticismo de una parte de la profesión académica, especialmente la estadounidense, acerca de la viabilidad de la UEM, y de que una sola política monetaria pueda adecuarse a economías distintas. Con todo, conviene recordar que Robert Mundell fue uno de los principales defensores del nacimiento del euro en los términos del Tratado de Maastricht. Como conviene hacerlo con la conformación distante del óptimo de áreas o países que comparten moneda desde hace siglos.

3.1.2 Integración fiscal

La viabilidad de la UEM también estaba condicionada por la ausencia de un presupuesto público común y la correspondiente emisión conjunta de deuda pública. En la unión monetaria tampoco existe mecanismo alguno de transferencia de recursos entre países con los que hacer frente a shocks específicos en algunos de ellos. En el nacimiento de la UME no se arbitró un mecanismo de integración fiscal con el que hacer frente a la necesaria solidaridad, en especial en momentos de tensión en los mercados de deuda pública. Se estableció únicamente un acuerdo de disciplina presupuestaria articulado en torno al pacto de estabilidad. En modo alguno se dispuso de mecanismos comunes de respuesta. Y la existencia de una verdadera integración fiscal, argumentan con razón algunos analistas escépticos, será un empeño ciertamente difícil en ausencia de una dinámica creíble que conduzca a la unión política, con una forma de gobierno europeo más representativo que las instituciones hoy existentes.

3.1.3 Integración y supervisión financieras

En el diseño original de la UME tampoco estaban previstos mecanismos de respuesta a crisis bancarias como la reciente. O se confiaba en que los supervisores nacionales serían capaces de contener la actividad inversora de los bancos en proporciones prudentes, al tiempo que las interrelaciones entre ellos se mantendrían bajo estricto control.

La realidad, como se ha visto anteriormente, ha resultado bien distinta. No solo se pasó por alto la necesidad de atender a los focos de riesgo sistémico, de avanzar en coordinación e integración de la supervisión, sino que ésta se relajó, como también lo hicieron las exigencias reguladoras. Fueron los efectos de esa excesiva confianza que emanaba de la «Gran Moderación»: una fase de crecimiento estable en la mayoría de las economías avanzadas, de tipos de interés relativamente reducidos, de intensidad de la inversión crediticia y ampliación de los beneficios bancarios. Y, habría que añadir, de los incentivos de los directivos bancarios al incremento de la asunción de riesgo. Esa bonanza financiera fue mayor en aquellas economías que antes de la incorporación a la unión monetaria tenían tipos de interés más elevados que los vigentes en las economías centrales, con menos tasas de inflación.

3.2 Gestión de la crisis

A pesar de esas insuficiencias de diseño, la principal razón de que los daños hayan sido en la eurozona muy superiores a los sufridos en Estados Unidos es la reacción a la crisis con un diagnóstico incorrecto y la imposición de políticas que han generado efectos contrarios a los supuestamente pretendidos. Incluso en el seno de una unión política, de prevalecer los diagnósticos y las pretensiones que han dominado en la eurozona a partir de mayo de 2010, los resultados hubieran sido muy negativos. Si en la más completa de las uniones políticas correspondientes con un área monetaria óptima se hubiera confiado en la «austeridad expansiva» como único paliativo frente a la crisis, los resultados hubieran sido igualmente adversos. Las consecuencias hubieran sido graves si en plena recesión se hubiera antepuesto el ajuste fiscal

a ultranza, como se hizo en la eurozona, a la adopción de políticas legalmente posibles, de instituciones comunes, como la anunciada por el propio Banco Central Europeo (BCE) en julio de 2012, cuando se mostró dispuesto a utilizar instrumentos que ya utilizaron sus colegas en Estados Unidos o Reino Unido. Sin embargo, con independencia del origen privado o público del endeudamiento, de la estabilidad bancaria o del impacto que pudieran llegar a tener las restricciones fiscales sobre el crecimiento económico, se aplicó el mismo recetario, cuyos efectos contractivos todavía se aprecian, no sólo en las economías periféricas.

Ante la emergencia de los problemas en Grecia se asumió que el resto de los periféricos deberían adoptar políticas igualmente destinadas a satisfacer las supuestas exigencias de los inversores en deuda pública. En el primer fin de semana de mayo se impuso de forma genérica un diagnóstico y unas terapias comunes. El resultado ha sido explícito: menor crecimiento, menor capacidad recaudatoria, problemas de solvencia bancaria y más déficit y deuda pública, derivada no sólo de la menor actividad, sino de los apoyos bancarios con fondos públicos. La paradoja es que hoy la deuda pública es muy superior a la existente antes de la crisis. Desde luego en España, que ha pasado del 36% del PIB en 2007 al 100% actual, pero también en muchos otros países (véase el capítulo 12).

Esa priorización del ajuste presupuestario, a pesar de sus efectos depresivos, parecía más orientada a infringir un castigo a los contribuyentes de las economías periféricas, un escarmiento, que una solución verdaderamente restauradora de la capacidad recaudatoria de ingresos públicos. También se trataba, como recuerda Legrain (2014), de evitar que los bancos acreedores de esos países, los alemanes y franceses de forma destacada, se vieran obligados a reconocer mermas en la capacidad de reembolso de los deudores.

En la interpretación más benigna que cabe hacerse del tratamiento de la crisis, las orientaciones de las autoridades alemanas, asumidas por la Comisión Europea, impusieron decisiones a largo plazo cuyo principal efecto fue una severa e inmediata contracción del crecimiento económico. El paradigma de «la austeridad expansiva» anteponiendo restricciones fiscales en un entorno recesivo, deprimió aún más la demanda, aceleró la destrucción de empleo, erosionó la capacidad recaudatoria de los gobiernos y elevó la deuda pública. No funcionaron las prescripciones de Alesina y Ardagna (2009): la austeridad no transmitió confianza dentro y fuera de las economías que la aplicaron y, en consecuencia, en lugar de crecimiento, el resultado fue una recesión más pronunciada, generadora de daños a largo plazo, en el crecimiento potencial de las economías que las aplicaron más diligentemente. En el mejor de los casos, la austeridad fue prematura y excesivamente concentrada en el tiempo.

Su carácter indiscriminado, con bastante independencia de los problemas de las distintas economías, contribuyó a que el conjunto del área monetaria acentuara su recesión. En lugar de fortalecer la confianza, los inversores en bonos anticiparon desenlaces radicales, de abandono de la moneda única por algunas economías. Sólo la actuación del BCE en julio de 2012, mostrando su disposición a actuar de forma similar a la Reserva Federal o al Banco de Inglaterra —comprando títulos de deuda pública en el mercado secundario— y las menores exigencias de ajuste presupuestario de la Comisión, devolvió la confianza a los mercados financieros. Y con ella, una lección que no convendría echar en saco roto.

Si se hubiera dispuesto de mecanismos de respuesta propios de una unión fiscal o de la voluntad política para hacerlo, la crisis griega no habría trascendido con la intensidad que lo hizo. En su lugar se antepuso la exigencia de garantizar que Grecia pagara sus deudas con los

bancos de la eurozona y se mantuvo al BCE sin margen de maniobra. Desde luego, si el BCE hubiera acudido en apoyo de aquellos gobiernos que entonces no presentaban problemas en sus finanzas públicas, los resultados habrían sido bien distintos. Las facilidades de liquidez que arbitró o las intenciones anunciadas en julio de 2012 se presentaron asociadas a la adopción de esa suerte de condicionalidad en términos de austeridad presupuestaria a ultranza. En realidad, las respuestas a la crisis financiera en términos de ajustes draconianos en las políticas fiscales propiciaron la segunda recesión en la eurozona.

Está en lo cierto Jean Pisani-Ferry (2014) al destacar como error fundamental en la gestión de la crisis la presunción de que la causa más importante de la misma era el exceso de gasto y endeudamiento de las economías periféricas. Como ya se ha comentado, el hecho de que emergieran inicialmente los problemas en Grecia condujo a esa errónea interpretación de las autoridades alemanas y de las propias instituciones europeas. De ahí a la deducción de que la única terapia posible era la austeridad fiscal a ultranza mediaba un gran trecho, de gratificantes réditos políticos en algunos países del norte, deseosos de infringir un castigo a los derrochadores del sur. Si la crisis en la eurozona se hubiera iniciado en Irlanda —que entonces tenía un superávit fiscal y baja deuda pública—, sostiene Ferry, las cosas podrían haber sido algo distintas. Las recetas no podrían haber sido severas reducciones de gasto público y elevaciones de impuestos, sino actuaciones específicas destinadas a restaurar la solvencia del sistema bancario, al que habían prestado bancos alemanes y franceses. Y aquí la coincidencia con Legrain vuelve a ser destacable: la atención a la salud de los bancos no debería haber esperado a julio de 2012, cuando los problemas en España, y su rescate sectorial, aceleraron la definición del horizonte de unión bancaria.

La evidencia aportada entre otros por el FMI es que los multiplicadores fiscales son importantes cuando los tipos de interés están cercanos a cero: las reducciones de gasto público se traducen en descensos intensos de la renta nacional. Esa evidencia suficientemente difundida por O. Blanchard (2013) señala que en la actual crisis los multiplicadores fiscales fueron infraestimados (véase el capítulo 17). Políticas fiscales contractivas en momentos de bajo o nulo crecimiento económico incrementan la severidad y duración de las crisis; amplifican las consecuencias sociales, los perjuicios a los ciudadanos con menor capacidad defensiva. Evidencia acerca de impacto en niveles de desempleo, de pobreza, de desigualdad en la distribución de la renta y de tensiones sociales es la aportada por Vegh y Vuletin (2014) para el caso de Europa.

La coexistencia de la recesión en la eurozona con una política monetaria menos expansiva que las de otras economías avanzadas fue también responsable de la apreciación del tipo de cambio del euro y de la caída de la inflación hasta niveles inquietantes, fronterizos con la deflación en algunas economías de la eurozona. Todo ello remite a la necesidad de políticas fiscales menos contractivas y políticas monetarias aún más expansivas, tendentes a propiciar un aumento de la inflación hasta el entorno admitido como objetivo por el BCE —algo por debajo del 2%—, con el fin adicional de facilitar la conducción del tipo de cambio del euro hacia una mayor depreciación.

En el ámbito de las políticas monetarias, el contraste entre las actuaciones del BCE y la Reserva Federal también ayuda a entender las desiguales consecuencias de la crisis a uno y otro lado del Atlántico. A pesar de que el BCE fue el primer banco central en inyectar liquidez de emergencia en los primeros momentos de la crisis, sus actuaciones posteriores no han sido

tan diligentes. Hasta julio de 2012 el BCE no advirtió de que podría actuar de forma decidida para neutralizar las tensiones en los mercados de deuda pública que en cierta medida llegaron a ser anticipatorias de la propia ruptura del área monetaria. Hasta entonces, la política monetaria había sido tímida, demasiado condicionada por un Consejo de Gobierno en el que los representantes alemanes no toleraban la más mínima aproximación al apoyo a los gobiernos nacionales. A diferencia de la Reserva Federal o del Banco de Inglaterra, el BCE no contempló la posibilidad de intervenir activamente en los mercados secundarios de deuda pública con el fin de atajar esa elevación de tipos de interés en los bonos de las economías periféricas y la excesiva ampliación de los diferenciales correspondientes frente al bono alemán, que actuaba como refugio en esa crisis.

Sólo cuando, en julio de 2012, los tipos de interés de los bonos públicos de Italia y de España alcanzaron niveles superiores al 7%, expresivos de desenlaces de ruptura, anunció su famosa disposición a hacer «todo lo que fuera necesario» para preservar la moneda única. El programa de *Outright Monetary Transactions* (OMT), anunciado en septiembre de ese año por el que el BCE, que comprometía la compra de deuda pública con vencimiento a menos de tres años de las economías periféricas, terminó de convencer a los inversores en bonos: sería el instrumento con el que por fin enmendarle la plana a unos mercados que hasta entonces cotizaban la inacción. A partir de entonces se impuso una tendencia a la normalización de esas cotizaciones, a pesar del crecimiento de los volúmenes de deuda pública en la mayoría de los países. La paradoja es que la deuda pública de las economías más vulnerables ha crecido de forma casi paralela a los esfuerzos de austeridad aplicados y a la contracción de su PIB y, sin embargo, los tipos de interés exigidos están en mínimos, al igual que la prima de riesgo frente a las referencias alemanas. Lo único que hizo el BCE fue advertir: amagó, mostró el calibre de la munición que podría llegar a emplear en ese propósito meramente defensivo de la propia UME. Los mercados de bonos querían decisión de intervención, como habían hecho sus colegas, la Fed o el Banco de Inglaterra; estaban, en definitiva, forzando la flexibilización de normas y procedimientos del BCE previstos para momentos de estabilidad, distantes de la excepcional crisis particularizada en Europa.

Es verdad, como recuerda Hjortshoj O'Rourke (2014) del FMI, que «si los historiadores de la economía han aprendido algo de la Gran Depresión es que el ajuste basado en la austeridad y en la devaluación interna (como se le llama a la deflación en miembros individuales de la eurozona) es peligroso». También es relevante la posición del más moderado Kenneth Rogoff (2014) al afirmar que «las reformas estructurales y la austeridad fiscal están lejos de ser la completa solución a los problemas de endeudamiento de Europa». En agosto de 2014 el propio presidente del BCE, en el foro bancario de Jackson Hole, admitía los problemas causados por la consolidación fiscal a ultranza en la eurozona. Lo hace ante la evidencia del estancamiento económico del área y la persistencia en una tasa de inflación por debajo del 0,5%, muy distante de ese entorno del 2% que mantiene como referencia de estabilidad de los precios. Atrás quedó la complacencia con el ritmo de «moderada recuperación» asumida en declaraciones precedentes. La admisión de una demanda debilitada en la que han influido de forma manifiesta las políticas fiscales anticipa decisiones de política monetaria de estímulo en la dirección del anunciado *«Quantitative easing»* justo cuando sus colegas, la Fed y el Banco de Inglaterra, asumían la retirada de esas medidas. También sitúa al resto de las instituciones europeas ante la necesidad de adoptar decisiones de inversión común o de flexibilización temporal del cumplimiento del Pacto de Estabilidad, entre otras, si se quiere eludir la amenaza de una década como la que sufrió Japón.

Con todo, ha sido el compromiso del BCE adoptado a partir de julio de 2012, respaldado por los gobiernos previamente más escépticos sobre sus posibilidades de actuación, lo que ha cambiado radicalmente el panorama de gran fragilidad en la eurozona. El BCE ha recuperado el respeto perdido. Al mismo tiempo esa institución ha adoptado decisiones tendentes a mejorar su propio funcionamiento interno, desde luego su transparencia. En el verano de 2014 acordó poner fin a la relativa opacidad con que se mantenían sus deliberaciones, sólo transmitidas públicamente transcurridos treinta años. A diferencia de otros bancos centrales, la ocultación de la difusión de los «minutes» se justificaba en el temor a que las autoridades nacionales ejercieran presión sobre los miembros del consejo de gobierno del banco. Ha sido el más relevante interés en ayudar a la formación de expectativas «antideflacionistas» el que ha impulsado esa mayor transparencia. Ahora será entre tres y cinco semanas después de las reuniones del consejo de gobierno, como la Reserva Federal (que lo hace en seis semanas), cuando se hagan públicas esas deliberaciones. Desde enero de 2015 ya se hacen públicos los contenidos de los debates. El secretismo de las actuaciones de los bancos centrales dejó hace tiempo de considerarse favorable a la eficacia de las decisiones de política monetaria, sin necesidad de menoscabar su independencia.

Pero sería un error confiar en que ese cambio de actitud constituye la solución definitiva. El crecimiento sigue siendo reducido y elevado el desempleo. Pero, en todo caso, la unión monetaria sigue reclamando fortalecimientos adicionales. Con instituciones propias de una federación en toda regla podrían haberse adoptado también decisiones erróneas del tenor de las adoptadas. Hubiera sido quizá menos probable si el grado de democratización y eficacia de las mismas fuera suficiente, pero no descartable. Y además, lo relevante ahora no es tanto lamentarse por el distanciamiento de las exigencias de una zona monetaria óptima, sino cambiar hacia políticas más eficaces en su propósito de garantizar un crecimiento suficiente y, desde luego, aprovechar para acelerar la dinámica de integración, como se ha hecho con la transición a la Unión Bancaria y como debería concretarse con la Unión Fiscal.

4. Rediseño: fortalecimiento de la arquitectura de la UME

Con la creación de la moneda única se llevó a cabo la completa cesión de soberanía monetaria, pero los 19 estados que hoy comparten moneda, además de condiciones estructurales distintas, no comparten mecanismos suficientemente eficaces de coordinación fiscal ni de supervisión financiera.

La crisis no ha invalidado la necesidad de una unión monetaria en Europa, pero sí ha puesto de manifiesto que ha de perfeccionarse su diseño para que permita, entre otros objetivos, hacer frente con respuestas eficaces a tensiones y crisis en los mercados financieros como las sufridas. Mecanismos propios de una unión fiscal y de una unión bancaria son estrictamente necesarios. Y esos aspectos exigen que se avance en la dirección de una mayor integración política. Algunas de esas exigencias ya han sido anticipadas durante la propia gestión de la crisis, como es el caso de la Unión Bancaria. En mucha menor medida se ha avanzado en la definición de una unión fiscal.

Efectivamente, una de las escasas contrapartidas favorables de esta crisis ha sido la aceleración de proyectos fortalecedores de la unión. La unión bancaria es el caso más destacado. A la necesaria homogeneidad de la regulación se añade una supervisión común, encomendada al BCE, un sistema igualmente común de resolución de crisis bancarias, y un sistema de garantía de depósitos también homogéneo. Su consecución puede garantizar no solo la eliminación de sesgos nacionales en la supervisión bancaria susceptibles de generar desconfianza en los mercados, sino también un protocolo y método claro de resolución de quiebras bancarias, que no derive como en la crisis actual en deterioros adicionales de las finanzas públicas (véase el capítulo 11).

Pero además de esa unión bancaria, es necesario disponer de mecanismos propios de una unión fiscal, cuya consecución es un empeño menos fácil. Son necesarias decisiones comunes para afrontar shocks de países individuales, ya sean por problemas de acceso a la liquidez o desconfianza de los mercados. Esos mecanismos son igualmente necesarios cuando las perturbaciones son significativas y amenazan con extender su contagio. Se trata de garantizar un aseguramiento que impida ajustes bruscos e intensos en las economías afectadas, dada la ausencia de política monetaria propia y de la posibilidad de ajustar el tipo de cambio. La solución no es la austeridad recesiva que se ha ensayado en esta crisis, sino la amortiguación de ese impacto a través de estabilizadores comunes y mecanismos de transferencia entre países. De instituciones comunes, en última instancia.

Si ha dejado claro algo la gestión de la crisis, el contraste de sus resultados con otras economías que han sufrido igualmente su impacto inicial, es la necesidad de disponer de instituciones propias de un gobierno único en la eurozona cuyas actuaciones estén orientadas a la generación de bienestar en el conjunto del área, en los términos que señala EuropeG (2012).

5. Consideraciones finales

- La dinámica de integración europea es objetivamente necesaria en la medida en que siguen vigentes sus objetivos fundacionales: bienestar y paz. Y dentro de ella, la disposición de una moneda única es una pieza esencial. De la experiencia deducida desde su creación pueden verificarse algunas de las ventajas de la unión monetaria, desde luego en términos de fortalecimiento del mercado único, de aumento de la inversión intracomunitaria, de mejoras, en definitiva, de la eficiencia económica en el seno de un bloque en el que el volumen y diversidad del comercio y la inversión no han dejado de crecer.
- La crisis reveló problemas de diseño, de instituciones, pero también de políticas. La particularización de la crisis económica y financiera global en la eurozona ha sido más intensa que en otros bloques económicos por las insuficiencias de partida del área monetaria, pero también por la inadecuación de las políticas económicas adoptadas, en especial a partir de la emergencia de problemas en la deuda pública griega.
- La disposición de instituciones comunes puede conseguir más que los estados individualmente. El grado de integración económica y financiera ya existente, y en todo caso al que se aspira defendiendo la viabilidad de una unión monetaria, exige mayor integración política en una dirección federal. La existencia de un verdadero gobierno económico de los estados que formen parte de la unión monetaria y el consiguiente abandono del «intergubernamentalismo» dominante en la gestión de la crisis. Un gobierno federal en el seno del cual han de existir una unión fiscal y un Tesoro propio, con capacidad de endeudamiento. Un presupuesto central en los términos en que los define el documento de EuropeG (2014), capaz de desempeñar las tres funciones básicas asignadas en los países federales: la estabilizadora (compensa desajustes temporales durante fases de contracción económica que afectan a un determinado territorio); la mutualización de riesgos (los territorios ceden poder político al gobierno federal a cambio de obtener su aval financiero sobre todo el territorio) y la redistributiva, con la generación de transferencias fiscales (desde los territorios más competitivos y ricos a los menos y pobres).
- Si esos son deseos a medio y largo plazo, a corto es necesario salir del estancamiento en el que está sumida la eurozona y restaurar su potencial de crecimiento. Son necesarios estímulos a la demanda agregada para evitar una «década perdida», no muy distinta a la que paralizó Japón, pero con la desafección de buen número de europeos acerca de la capacidad de las instituciones comunes para garantizar avances en prosperidad.

Notas

[1] Sobre las razones que propiciaron la crisis y su desarrollo inicial pueden consultarse Roubini y Mihm (2010) y Geithner (2014).

[2] En Ontiveros (2014) se aborda esa interacción entre el diseño de la UME, sus instituciones y las políticas adoptadas en la gestión de la crisis.

[3] En Ontiveros (2011) se detalla el impacto diferencial de la crisis en la eurozona.

[4] En Geithner (2014) se describe con detalle las actuaciones destinadas a frenar la extensión de los problemas bancarios en Estados Unidos.

[5] En Ontiveros y Valero (1996) se describen los antecedentes de la definición del horizonte de la UEM. En Ontiveros (1997) se detalla la ruptura del sistema de Bretton Woods y las respuestas europeas.

Lecturas recomendadas

Ontiveros, Emilio (2011): «El sufrimiento de Europa», *Revista de Occidente*. Fundación José Ortega y Gasset – Gregorio Marañón, n.º 367, diciembre, pp. 43-52.

Pisany-Ferry, Jean (2014): *The Euro Crisis and its Aftermath,* Oxford University Press.

Otras referencias bibliográficas

Berges, Ángel, y Ontiveros, Emilio (2014): «Financiación de la economía. Bancarización frente a mercados», Fundación Cajamar. *Un nuevo modelo económico para España.* Serie «Mediterráneo Económico» 25. Colección de estudios socioeconómicos, mayo, pp. 195-211.

Blanchard, Olivier, y Leigh, Daniel (2013): *Growth Forecasts Errors and Fiscal Multipliers,* IMF Working Paper, WP /13/1/.

Darvas, Zsolt, y Wolff, Guntram B. (2014): *Europe's social problem and its implications for economic growth,* Bruegel Policy Brief, abril.

EuropeG (2012): *Hacia una Unión Federal Europea: integración monetaria y soberanía política,* Policy Brief, n.º 1.

— (2014*): ¿Avanza realmente la Unión Europea hacia una Unión Fiscal?,* Policy Brief, n.º 3.

Geithner, Timothy F. (2014): *Stress Tests. Reflections on Financial Crises,* Nueva York, Crown Publishers.

Hjortshøj O'Rourke, Kevin (2014): «Whither the Euro?», *Finance & Development,* marzo de 2014, vol. 51, n.º 1.

Legrain, Philippe (2014): *European Spring: Why Our Economies and Politics are in a Mess – and How to Put Them Right.*

Mundell, Robert (1961): «A theory of optimal currency areas», *The American Economic Review,* septiembre.

Ontiveros, Emilio (1997): «Sin orden ni concierto. Medio siglo de relaciones financieras internacionales», Madrid, Escuela de Finanzas Aplicadas.

Ontiveros, Emilio, y Valero, F. J. (1996): *La Unión Monetaria en entredicho,* Ediciones Encuentro.

Ontiveros, Emilio (2014): «Diseño, Política e Instituciones», *El País,* Laboratorio de Ideas.

Rogoff, Kenneth (2014): *Europe's Debt Problem,* Project Syndicate, 7 de julio.

Roubini, Nouriel, y Mihm, Stephen (2010*): «Crisis Economics: A Crash Course in the Future of Finance»,* Nueva York. Allen Lane.

Tilford, Simon (2014): *«The eurozone is no place for poor countries»,* Centre for European Reform (CER). 27 de junio.

Vegh, Carlos A., y Vuletin, Guillermo (2014): *«The social impact of fiscal policy responses to crises»,* Vox, CEPRS, 12 de junio.