



# LA CRISIS DE LA DEUDA SOBERANA EUROPEA: UNA VISIÓN GENERAL

**David Martín Heredero, Economista Senior,  
Servicio de Estudios Banco Santander**  
**Antonio Cortina García, Director Adjunto,  
Servicio de Estudios Banco Santander**

Aunque los críticos de la Eurozona ya se encargaron de subrayar en su día las deficiencias en el diseño de la Unión Económica y Monetaria y los problemas que de ello se podrían derivar, la crisis de la deuda soberana europea ha sorprendido a los mercados, que hasta 2009 apenas discriminaban la calidad crediticia de los estados participantes. Y también han sorprendido a las autoridades económicas y monetarias, que se han visto obligadas a adoptar una sucesión de medidas extraordinarias, algunas de ellas impensables hasta hace unos meses.

Para llegar a este punto ha sido necesaria una crisis financiera y económica sin parangón desde la Gran Depresión, una crisis de confianza en todos los órdenes sin precedentes en la historia reciente y serias dificultades políticas para alcanzar un consenso que permita resolver los desafiantes pasos que requiere solventar la situación.

El cuestionamiento de la solvencia de una parte de los estados miembros de la UEM no solo representa un lastre para la estabilidad financiera y la recuperación económica europea y global sino también para la propia unión monetaria, y exige para su resolución avanzar en el proyecto de integración de Europa con determinación. Las medidas adoptadas hasta ahora<sup>1</sup> no han

afrontado los problemas de fondo y no resultan por tanto suficientes para estabilizar la situación.

En este artículo trataremos de dar una visión general del problema de la deuda soberana explicar brevemente los mecanismos que han conducido a la Eurozona en su conjunto y a algunos países en particular a la situación actual, las medidas que se han adoptado hasta el momento y sus principales efectos y, por último, las posibles vías de futuro.

## SOSTENIBILIDAD

La Comisión Europea define la sostenibilidad de las finanzas públicas de la siguiente forma «la capacidad de un gobierno para financiar su deuda actual y los gastos esperados. Es un concepto de largo plazo y no existe una definición concisa. Una posición sostenible supondría un nivel de deuda que no implique unos pagos por intereses a los que no se pueda hacer frente. Por tanto, es la capacidad de un gobierno para pagar los costes de la deuda mediante futuros ingresos».

La solvencia de un estado es, en todo caso, un concepto difuso, pero, en resumen, lo que hace solvente a un estado es la capacidad para estabi-

<sup>1</sup> La fecha de cierre de este artículo es octubre de 2011, por consiguiente no recoge las medidas que se han ido adoptando hasta la publicación del Estudio, como las tomadas

en el Consejo Europeo de diciembre de 2011, que siguen la línea con las iniciativas de mejora del marco de gobernanza europeo contempladas en este artículo.



lizar su deuda a medio plazo y, en determinadas circunstancias estabilizarla a un nivel que no supere un determinado umbral que, como referencia, algunos autores sitúan en torno al 85%.

$$D_t - D_{t-1} = DP_t + (D_{t-1} * (i_t - y_t / 1 + y_t)) + FS_t$$

Donde D, DP, y FS son la deuda, el déficit primario y los ajustes de flujos/stocks (operaciones financieras realizadas y revalorización) en porcentaje del PIB, i es el coste de la deuda e y la tasa de crecimiento del PIB nominal.

Para que el crecimiento de la deuda sea cero, el superávit primario debe de ser mayor o igual que:

$$(D_{t-1} * (i_t - y_t / 1 + y_t)) + FS_t$$

Por lo tanto, habría cinco tipos potenciales de problemas fiscales: (i) déficit primario, (ii) ratio de deuda pública, (iii) coste de financiación, (iv) potencial de crecimiento y (v) asunción de deudas del sector privado.

En el ámbito de una unión monetaria habría que sumar un sexto factor: el sentimiento del mercado. La inexistencia de la opción de devaluar o estimular la inflación –posibilidades de las que carecen también los miembros de una unión monetaria– y la carencia de un banco central propio, capaz de actuar como prestamista de última instancia en situaciones extremas, conduce a que la desconfianza de los inversores y las consiguientes ventas de activos de un país miembro puedan generar una crisis de liquidez. El consiguiente aumento del coste de financiación acaba tornando en insolvente a un estado que, a priori, no lo era. Todo ello explica que el mercado perciba de manera tan distinta las posiciones fiscales de, por ejemplo, EEUU o Reino Unido frente a España. Este factor es especialmente relevante cuando las necesidades de financiación externa son elevadas y la estructura de vencimientos de la deuda muestra periodos de elevada concentración.

## UN PROBLEMA CON DISTINTAS CARAS

Con arreglo a las variables indicadas, la Eurozona en conjunto no se encuentra en una posición

La evolución de la deuda pública se puede descomponer de la siguiente forma:

particularmente confortable, sobre todo, tras la Gran Recesión. La ratio de deuda pública sobre PIB alcanza el 85% del PIB, el déficit público se sitúa en el 6,5% del PIB en 2010 y el potencial de crecimiento es modesto. Desde una óptica de medio plazo el área habrá de afrontar reformas importantes, pero éstas son manejables y, con la necesaria decisión política, la sostenibilidad fiscal del área no está en cuestión.

Sin embargo, la Eurozona está lejos de ser una unión política y fiscal y, por tanto, el análisis del área agregada no es, hoy por hoy, el relevante. Si descendemos al análisis de los estados la situación es más complicada. Así lo interpretan los mercados financieros, como reflejan los diferenciales de las rentabilidades de la deuda pública de cada uno de los países frente al bono alemán –activo de referencia del área–, muy especialmente en los casos de Grecia, Irlanda, Portugal, España e Italia.

Tales diferenciales esconden, sin embargo, situaciones de muy distinta naturaleza y envergadura.

- Grecia presenta deficiencias acusadas en todos los frentes. El déficit público es del 10,5% (2010) el déficit primario del 3,2%, la deuda se sitúa en el 142% del PIB, la competitividad del sector privado no es sólida, el endeudamiento privado ha crecido sustancialmente (75 puntos de PIB entre 1999 y 2009) y las necesidades netas de financiación externa son muy elevadas.
- Irlanda no mostraba al inicio de la crisis en 2007 problemas fiscales, ni de crecimiento. En este caso la clave estaba en la deuda del sector privado (pasó del 60%



del PIB al 200% en 2008 alentada por un boom inmobiliario), y el tamaño del sector financiero (los activos totales del sistema superaban el 1000% del PIB en 2009), fuertemente dependiente de los mercados mayoristas globales. La crisis doméstica e internacional llevó al sistema financiero a una situación límite, en la que el gobierno reaccionó garantizando todos los pasivos de la banca. Sin embargo, el tamaño potencial del problema era demasiado grande para el gobierno, que tras rescatar a varias entidades financieras tuvo que reconocer un déficit del 32% del PIB en 2010 y la deuda pública se elevó del 25% del PIB en 2007 al 96% del PIB en 2010. La crisis financiera está por tanto detrás, en este caso, de los problemas fiscales.

- Portugal no manifestaba problemas de solvencia bancaria como los de Irlanda, con un tamaño del sector financiero inferior a la media de la Eurozona, ni una burbuja inmobiliaria que pudiera amenazar su solvencia, ni su posición fiscal era comparable a la griega. Sin embargo, el crecimiento económico de Portugal medio de la última década bajó por debajo del 1% anual, la menor tasa de la UEM tras Italia. La expansión post entrada en la UEM no se aprovechó para reducir a las deficiencias estructurales por el lado de la oferta de Portugal, que se traducían en unos niveles de competitividad relativamente bajos, el endeudamiento de las familias era relativamente alto y la dependencia de la financiación externa también era notable.

La situación fiscal se deterioró con rapidez; la crisis empujó el déficit al 10% en 2009 y la, deuda al 93% del PIB, lejos de las cifras mostradas por Grecia, pero la debilidad del gobierno y las modestas perspectivas sembraron la incertidumbre en los mercados, que dudaban de la capacidad de Portugal para generar un crecimiento nominal suficiente para estabili-

zar la ratio de deuda pública. La incapacidad del gobierno para sacar adelante reformas, hizo que se adelantaran las elecciones y eso precipitó la tensión y la necesidad de solicitar ayuda.

- España gozaba de una posición fiscal aparentemente confortable, pero tras quince años de expansión intensa había acumulado desequilibrios importantes: fuertes necesidades de financiación exterior, frágil posición financiera de las familias y de las promotoras inmobiliarias, una burbuja inmobiliaria, un mercado laboral ineficiente y un sector exportador dinámico pero de una dimensión insuficiente. Todos estos factores acabaron cuestionando severamente la fortaleza de su sistema financiero (particularmente de las cajas de ahorro) y de las finanzas públicas, lo que a su vez a puesto freno a la recuperación, realimentando el proceso.
- Italia no presenta un déficit público elevado; se deterioró menos que el de la media y se mantuvo por debajo tras la crisis. Incluso el saldo público primario se mostraba prácticamente equilibrado en 2010. La evolución de la deuda privada, con uno de los pesos más bajos de la UEM, tampoco representa un problema. Sin embargo, Italia arrastra una deuda pública muy elevada, la más elevada de la UE, mayor al 100% en 2007 y del 120% del PIB en 2010, que le hace soportar una carga de intereses del 4,4% y la expone al mercado debido a las necesidades de refinanciación. Además, Italia sufrió una de las mayores contracciones de PIB durante la crisis (-7,5% de pico a valle) y se está recuperando lentamente (el PIB creció un 1,3% en 2010 y sólo un 0,1% trimestral en el 1T11 vs al 0,8% de la Eurozona). Datos que han dejado en evidencia el problema estructural de crecimiento. El PIB per cápita y la productividad son más bajas en 2010 que en 2000 y según el FMI, el nivel de producción en 2015 será un 10% infe-



rior a la tendencia pre-crisis. La inestabilidad política ha hecho dudar de la capacidad para realizar las reformas estructurales necesarias para elevar el crecimiento potencial y el ajuste fiscal necesario. Además, si bien los bancos no se vieron particularmente afectados por la crisis financiera gracias a su modelo de negocio más centrado en el crédito comercial, sí tienen una comparativamente elevada exposición a la deuda soberana italiana, lo que representa otro canal de contagio y tensiones.

No fue hasta final de 2009 cuando los mercados comenzaron a poner el foco en la situación soberana de los países de la eurozona. En octubre de 2009 una fuerte revisión del estado de las cuentas públicas en Grecia desencadenó una pérdida de confianza, que se contagio a otros países con situaciones fiscales relativamente débiles y que desembocaron en lo que podemos llamar la crisis soberana de mayo de 2010, que obligó al anuncio de las primeras medidas para Grecia y otras para luchar contra el incremento de spreads en otros países de la periferia.

## ELEMENTOS COMUNES DE LA CRISIS SOBERANA

Si hay una crisis del euro ha de haber causas comunes. Algunas de ellas están relacionadas con la propia configuración/funcionamiento de la UEM. Otras, con una percepción inadecuada del riesgo.

La Eurozona es una unión monetaria sin una unión política y fiscal desarrollada. Las políticas fiscales (junto a otras facetas de la política económica) permanecen en el ámbito de competencia de cada uno de los países miembro de la Unión y apenas están sujetas a procedimientos de coordinación, que además no se han respetado.

El buen funcionamiento de la UEM requiere que los gobiernos nacionales garanticen la sostenibilidad de sus propias finanzas públicas, así como la competitividad de sus economías nacionales y la estabilidad de sus sistemas financieros.

La historia nos ha mostrado que el surgimiento de desequilibrios fiscales severos y su monetización fueron la causa de los fallos de algunos ejercicios previos de unión monetaria. Los creadores de la UEM, obviamente, conocían estos riesgos y para evitarlos establecieron la independencia de Banco Central Europeo, le prohibieron la compra de bonos soberanos en el mercado primario y firmaron el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. El Tratado contiene dos disposiciones clave, cuyo fin es evitar la excesiva acumulación de deuda a nivel nacional y proteger la independencia del BCE: (i) la cláusula de no corresponsabilidad financiera (artículo 125); y la prohibición de la financiación monetaria (artículo 123), disposiciones que prohíben las transferencias y la monetización de la deuda pública en caso de crisis de deuda de un estado miembro.

Sin embargo, la crisis actual ha puesto de manifiesto las deficiencias tanto en el diseño como en la aplicación del este marco institucional.

Los gobiernos nacionales no mostraron la disciplina presupuestaria necesaria, a pesar de la existencia del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. De hecho, hasta 2010, se han observado 97 casos (países y año) de déficit por encima del 3%, de los que menos de un tercio coincidieron con recesiones domésticas considerables. Los estados miembro siempre se mostraron dispuestos a reinterpretar y redefinir el acuerdo, para hacer las condiciones menos exigentes, en particular en aquellos países con una capacidad de negociación elevada.

El Pacto preveía sanciones para la violación de los criterios de déficit, como colocar un 0,2% del PIB en un depósito sin intereses, que se convertiría en multa si el déficit persistía más de dos años. Hasta hoy, no se ha impuesto ninguna sanción a ningún país de la UE.

La UEM tampoco contaba, ni cuenta, con las herramientas de gestión adecuadas para hacer frente a la prevención y resolución de crisis de deuda soberana. Simplemente no se contemplaba esta posibilidad.

Finalmente, los mercados tampoco han impuesto la disciplina ni han valorado adecuadamente los riesgos que asumían. La introducción



del Euro y la consiguiente eliminación del riesgo de cambio impulsó los flujos de capital entre los países miembros del área desde el núcleo de la Eurozona (Alemania) a las economías periféricas, en un proceso que tendía a realimentarse. La financiación fluida, abundante y barata impulsaba el precio de los activos, la deuda y el crecimiento económico animando nuevas entradas de capital atraídas por las expectativas de una expansión sin fin. Los desequilibrios acumulados en este proceso (desequilibrios exteriores, sobrevaloración de activos y tipos de cambio, sobre endeudamiento...) y la localización ineficiente de recursos han pasado factura.

De forma paralela, los mercados valoraron los bonos de todos los países de la Eurozona (públicos y privados) de forma muy similar. Se produjo una convergencia de las rentabilidades de la deuda a la baja, hacia el nivel de Alemania, el país más seguro. Lo que quiere decir que la introducción del euro impulsó a los mercados a asignar el mismo riesgo de crédito a todos los países de la UEM. Este «fallo de mercado», junto con el prolongado periodo de bajos tipos de interés dio lugar a unas condiciones financieras extremadamente benignas, una infraestimación de los riesgos y una localización inadecuada de los capitales.

Una complicación adicional proviene de los mercados financieros altamente integrados. Esto implica que normalmente los bonos de un gobierno están en manos de inversores de algún otro país de la unión. Por lo que, cuando un país se ve afectado por un proceso como el anterior, otros países de la unión se terminarán viendo afectados.

Como los bancos suelen ser los principales inversores en bonos domésticos, una crisis soberana puede degenerar también en crisis del sector bancario, como en el caso de Grecia o Portugal. Una unión crea externalidades, principalmente a través del contagio.

## LA GESTIÓN DE LA CRISIS

La gravedad de la crisis llevó a gobiernos y bancos centrales a adoptar medidas drásticas para

lidiar con la crisis financiera y contener la recesión. Además de las medidas al uso, como son las bajadas de los tipos de interés oficiales (hasta alcanzar niveles próximos al 0%) o las políticas fiscales expansivas, las autoridades fueron adoptando una sucesión de medidas excepcionales.

En la gestión de la crisis distinguimos dos etapas: la primera, con medidas enfocadas a la contención de la crisis financiera-económica global, y la segunda identificada propiamente con la crisis soberana de la eurozona.

### **PRIMERA ETAPA (CRISIS ECONÓMICO-FINANCIERA)**

Los gobiernos de los principales países del mundo tuvieron que introducir una serie de medidas sin precedentes para abordar la primera etapa de la crisis, esencialmente de naturaleza financiera. En una primera instancia los riesgos sistémicos parecían relativamente contenidos y en un primer momento los gobiernos respondieron con medidas ad hoc diseñadas para las necesidades de entidades individuales. No obstante, según la crisis se intensificaba y se hacía más sistémica, se hizo patente que las intervenciones tendrían que extenderse a un grupo de bancos más amplio. Esto requería una visión más integral en el diseño de los mecanismos de apoyo. El primero de estos esquemas integrales fue el TARP de EE.UU. Pero pronto otros países siguieron, como por ejemplo el Fondo para la Estabilización de los Mercados Financieros alemán.

El apoyo normalmente se ofrecía a petición de las entidades, si bien, en algunos casos a los bancos se les obligó a aceptar el apoyo. Las medidas normalmente han ido acompañadas de ciertas restricciones en las actividades de las entidades, como limitaciones a los dividendos o compensaciones. Además, en algunos países, el apoyo iba acompañado de objetivos específicos para el crecimiento del crédito, por ejemplo, en Francia, Irlanda o Reino Unido.

El primer grupo de medidas de los gobiernos iba dirigido a reforzar la posición de liquidez del



sistema a través de la ampliación de los fondos de garantía de depósitos y de garantías a la emisión de bonos por parte de las entidades financieras.

A medida que las tensiones financieras persistían y la recesión se agudizaba se hizo evidente que los problemas en determinados casos –y en la percepción de los mercados, ante la situación de desconfianza, en muchos casos– no se limitaban a la liquidez sino también al capital. Así, los gobiernos comenzaron a complementar las medidas anteriores con inyecciones de capital, menos usuales en la Eurozona (1,3 del PIB) que en Reino Unido (5,1 del PIB) o EEUU (2,6 del PIB).

Por último, la incertidumbre sobre la valoración de algunos activos de los balances de los bancos (los activos tóxicos) y las pérdidas relacionadas con ellos, hicieron patentes que la limpieza de los balances debía de ser una pieza clave de los mecanismos de ayuda para acelerar el proceso de recuperación. Por consiguiente, se desarrollaron esquemas de apoyo a los activos, que adoptaron dos formas básicas: esquemas de extracción de activos, que los transferían a una institución separada, los llamados bancos malos, y los esquemas de aseguración de activos.

El BCE adoptó también numerosas medidas, algunas de ellas verdaderamente heterodoxas, a fin de tratar de resolver dos problemas. Por un lado, la crisis financiera generaba importantes tensiones en los canales de transmisión de los tipos de interés oficiales a los del mercado monetario y a los tipos bancarios y de mercados financieros. Por otro lado, las entidades de crédito tenían dificultades para acceder a financiación, lo que presionaba el activo del balance de dichas entidades, alentando el riesgo de contracción acusada y repentina de la oferta de crédito.

El BCE adoptó directamente la función de intermediación en la provisión de liquidez a entidades de crédito individuales: (i) cambió las subastas a tipo de interés variable por subastas a tipo fijo con adjudicación plena de la liquidez demandada, (ii) la lista de activos de garantía admitidas para las operaciones de financiación se amplió, (iii) se amplió también el plazo de las operaciones de financiación a más largo plazo

hasta 12 meses, con el objeto de proporcionar certidumbre, (iv) se realizaron operaciones de inyección de liquidez en dólares y francos suizos y (v) se instauró un programa de adquisiciones de bonos garantizados, dado que su emisión era una de las principales fuentes de financiación de las entidades financieras. Todo ello, contribuyó a estabilizar los diferenciales de los mercados monetarios en niveles inferiores a los observados durante las turbulencias financieras.

### ***SEGUNDA ETAPA (CRISIS SOBERANA)***

El 22 de abril de 2010, Eurostat anunció que el déficit fiscal de Grecia de 2009 había alcanzado el 13,8% del PIB. Moody's y S&P llevaron a cabo una nueva rebaja de su calificación. La presión de los mercados se intensificó aún más (los spreads de la deuda griega pasaron de 335 pb a inicio de mes a 605 pb al final) y el 2 de mayo los países de la UE, junto al FMI, acordaron el primer rescate para Grecia. Este incluía una ayuda financiera de €110 mm (€80mm de ayuda bilateral de los países de la UE y €30mm del FMI) con que cubrir las necesidades de financiación de deuda de largo plazo hasta 2011, que se iría liberando trimestralmente siempre que se cumplieran los compromisos de ajuste y reformas.

El préstamo, siguiendo la metodología del FMI, estaba sujeto a una fuerte condicionalidad: Grecia se comprometió a seguir un fuerte programa de ajuste fiscal, que incluía un ambicioso programa de privatizaciones y un programa de reformas estructurales para mejorar el sistema fiscal y elevar el crecimiento potencial de la economía.

La crisis griega se extendió a otras economías de la periferia del euro, cuya situación fiscal ofrecía dudas a los mercados, fundamentalmente Irlanda y Portugal.

Ante esta situación, los países de la UE decidieron constituir el 7 de junio de 2010 el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (EFSF), con objeto de financiar a estados miembros de la UEM con dificultades de acceso a la financiación de los mercados de capitales para evitar que tal situación



acabara amenazando la solvencia de estos países. La financiación del EFSF procede de la emisión de bonos garantizados hasta un importe total de €440mm (5% PIB de la Eurozona). El importe encaja dentro del paquete de rescate total por €750mm (con la participación del FMI). La ayuda prestada por este fondo está sujeta a las condiciones negociadas con la Comisión Europea en coordinación con el Banco Central Europeo y el FMI; a la vez debe ser aprobada por el Eurogrupo.

El mecanismo de financiación se utilizó para los rescates de Irlanda –noviembre de 2010– y Portugal –mayo de 2011–. €85mm para Irlanda a cambio de un programa que consistió en: la inmediata recapitalización del sistema financiero; un programa de consolidación fiscal y reformas estructurales. Y €78mm en tres años para Portugal, bajo un programa que incorpora una estrategia de conjunto enfocada en las reformas estructurales para elevar el crecimiento potencial, la consolidación fiscal y la estabilización del sistema financiero.

A pesar de los esfuerzos, poco a poco se fue haciendo cada vez más evidente que el ajuste exigido a Grecia no era realista, las condiciones de financiación no eran lo suficientemente laxas y que los supuestos sobre los que descansaban las previsiones de estabilización de la deuda eran demasiado optimistas. Los mercados seguían desconfiando de la sostenibilidad de Grecia y se desvanecía la expectativa de que el país pudiera financiarse en los mercados en 2012.

En el Consejo Europeo del 21 de junio de 2011 se reconoció que Grecia sería incapaz de cumplir los criterios del primer rescate. Los dirigentes de la eurozona acordaron un nuevo fondo de rescate para Grecia y medidas para evitar la inestabilidad en los mercados. El nuevo programa para Grecia incluye €109mm de ayuda financiera prestada a través del EFSF, con reducciones en los tipos de interés y alargamientos de los plazos (15 años), además de la participación del sector privado en el rescate. En principio la contribución privada ascenderá a €50mm entre 2011-14 y hasta €109mm en 2019.

Además, en el Consejo Europeo se acordó reformar el EFSF para permitirle la compra de

bonos en el mercado secundario y la financiación de gobiernos para ayudar a la recapitalización de bancos. Además, se redujeron los tipos y se alargaron los plazos de los préstamos del EFSF para Portugal e Irlanda en la misma cuantía que a Grecia.

### *Las medidas del BCE*

La crisis soberana provocó un nuevo deterioro de las condiciones financieras. Por un lado, las entidades financieras comenzaron a encontrar de nuevo más dificultades para financiarse en los mercados mayoristas y en el interbancario, por lo que el BCE decidió reactivar algunas de las medidas no convencionales que había programado ir retirando de forma progresiva, como por ejemplo las operaciones de financiación, con adjudicación ilimitada a 3 meses. Por otro lado, los mercados de financiación de algunos países, en particular la periferia, se comenzaron a ver sometidos a fuertes presiones, por lo que el BCE introdujo otra novedad, el programa de compra de valores (SMP por sus siglas en inglés), con el que se pretende hacer frente al mal funcionamiento de algunos mercados de valores (en concreto, los mercados de bonos soberanos) a la vez que mejorar la transmisión de la política monetaria.

Además, después de que las agencias de calificación crediticia recortaran el *rating* de los países sujetos a programas de rescate hasta niveles por debajo del umbral mínimo aceptado por el BCE para que sus bonos pudieran ser utilizados como colateral en las operaciones de financiación, el BCE decidió eliminar esta regla para estos países.

### **EL CORTO PLAZO**

Las numerosas y continuas medidas adoptadas por las autoridades europeas han erosionado la base contractual de la UEM, y la infraestructura institucional de la Eurozona ha evolucionado durante la crisis significativamente. Es cuestiona-



ble que los programas de rescate a Grecia, Irlanda y Portugal respeten la cláusula de *no bailout* (cláusula de no corresponsabilidad fiscal del Art.125). El BCE también ha matado varias de sus vacas sagradas. Al principio se oponía fuertemente a la participación del FMI en el rescate a Grecia. Además, se adoptaron los programas de compras de covered bonds y de bonos soberanos (SMP), a pesar de que inicialmente se consideraba que iba en contra de la prohibición de monetizar la deuda.

Sin embargo, los gobiernos no han conseguido afrontar con determinación los problemas de Grecia, ni restaurar la confianza de los mercados en la solvencia de unos países que si bien necesitan adoptar medidas estructurales importantes en distintos ámbitos, fundamentalmente afrontan problemas de liquidez y no de solvencia. Hasta ahora, las medidas han evitado sin duda que las economías y mercados alcanzasen situaciones críticas, pero no resuelven la situación de fondo.

Con frecuencia la comunicación, con mensajes contradictorios, lanzados incluso desde una misma institución, no ha ayudado a templar a los mercados. La solución del problema griego se ha ido retrasando, con consecuencias graves sobre la percepción de la situación del conjunto del área y para el contagio sobre el conjunto de los mercados. Los compromisos de reforma y ajuste de algunas economías no siempre se han satisfecho y la determinación de los países centrales para profundizar en la integración fiscal o incluso en dotar de más recursos a los mecanismos de apoyo financiero no ha sido suficiente. Por último, las sucesivas convocatorias electorales tampoco han hecho fácil adoptar medidas impopulares bien de ajuste o bien de apoyo financiero a los países más frágiles.

### *Medidas a adoptar a corto plazo*

La situación actual, con un crecimiento muy débil en el conjunto de la Eurozona, que incide sobre unos balances financieros del sector privado y del sector público frágiles, que a su vez rea-

limentan la debilidad de la actividad, dejan a la Eurozona en una situación vulnerable a cualquier tipo de accidente.

Es preciso afrontar de forma definitiva la situación de Grecia, involucrar al sector privado en la solución y ampliar el EFSF –tal vez por la vía de permitir su apalancamiento para apoyar a aquellos países que afrontan problemas de liquidez– a fin de evitar su contagio a otros sistemas financieros y países. Todo ello con un compromiso más firme con las políticas de reforma y ajuste de los países a cuya disposición se pongan los recursos.

El tamaño establecido para el EFSF, incluso tras la ampliación actualmente en curso de aprobación por los parlamentos nacionales, solo es suficiente para hacer frente a los problemas en varios países pequeños de la UEM, pero no para dotar de estabilidad al conjunto del área. Se necesita un fondo con mayor capacidad. Su función la ha estado cubriendo hasta el momento el BCE, comprando bonos de España e Italia. Su programa de compra de bonos al igual que su apoyo en liquidez implican un avance; una asunción conjunta de riesgos. Esto significa es que el BCE debe de mantenerse ahí como comprador de última instancia para que la confianza financiera de la eurozona se reestablezca.

### **VÍAS DE FUTURO**

Las declaraciones de los jefes de gobierno de los países de la UEM son consistentes con el deseo de conservar y reforzar la unión, lo que tiene todo el sentido a la vista de los beneficios que aporta la moneda única –sobre todo si se ajustan las debilidades de diseño– y los costes que en términos económico-geopolíticos que una eventual ruptura conllevaría.

### **MEJORAS EN LA GOBERNANZA**

Por el momento se ha producido un avance importante en el marco de gobernanza que resuelve algunas de las debilidades reveladas por la crisis.





- En el Consejo de los días 24 y 25 de marzo de 2011 se aprobaron una serie de medidas para el reforzamiento de los mecanismos preventivos y correctores frente a los desequilibrios internos y externos, en especial los fiscales y los problemas de competitividad, antes de que pudieran llegar a plantear riesgos sistémicos.

El nuevo marco de gobernanza económica está formado por distintos elementos: (i) establece prioridades y objetivos a nivel nacional y de la UE para impulsar el crecimiento de la economía europea; (ii) refuerza la supervisión ejercida por la UE sobre las políticas económicas y presupuestarias, creando nuevos instrumentos para prevenir el riesgo de finanzas públicas insostenibles y de importantes desequilibrios en materia de competitividad; (iii) crea el nuevo marco de coordinación para supervisar los compromisos a nivel de la UE en el denominado Semestre Europeo: en enero, la Comisión Europea iniciará cada ciclo presentando su Estudio Prospectivo Anual sobre el Crecimiento, con orientaciones para nuevas acciones prioritarias a escala de la UE y de los Estados miembros; en marzo el Consejo Europeo debatirá y aprobará este programa de reforma económica y política fiscal; en abril-mayo cada estado miembro presentará su programa nacional de reforma y su programa de estabilidad; en junio, tras evaluar los estos informes nacionales, la Comisión presentará al Consejo proyectos de recomendaciones específicas por país. El Consejo Europeo de junio debatirá estas recomendaciones y las adoptará seguidamente. Los estados miembro deberán tener en cuenta las orientaciones del Consejo al elaborar sus presupuestos para el año siguiente. Los proyectos de presupuesto seguirán siendo enviados por los Gobiernos a su Parlamento para debate en el segundo semestre del año.

- Estas medidas se complementan con otras enfocadas a fortalecer el sector financiero, subrayando la necesidad de desarrollar un enfoque integrado para la prevención, gestión, y resolución de crisis. Los planes no son tan ambiciosos como para proponer un marco plenamente integrado bajo el control de una autoridad europea, sino más bien un marco de coordinación: en enero de 2011 se lanzó una nueva estructura de supervisión financiera con la creación del ESRB y ESAs. Se está llevando a cabo un proyecto de resolución de crisis, para abandonar la actual situación de riesgo moral de las intervenciones públicas en el rescate a los bancos. Los estrés tests seguirán realizándose.

- Por otro lado, se acordó que los mecanismos provisionales de apoyo (EFSF) serán sustituidos en 2013 por un mecanismo permanente de gestión de crisis, el Mecanismo Europeo de Estabilidad (ESM). Estas medidas están sujetas a rigurosos programas de reforma y de saneamiento fiscal y se establecen en estrecha cooperación con el FMI. En la medida en que el riesgo de crisis nunca se puede eliminar por completo, el ESM servirá de apoyo financiero temporal a países de la UEM, para facilitar su financiación puente durante el periodo necesario para aplicar un profundo programa de ajuste.

Contamos, por tanto, con elementos que permitirán como mínimo reforzar el marco institucional presente. Pero la extrema tensión que han alcanzado los mercados financieros parece indicar que no es suficiente.

## ALTERNATIVAS

La solución tal vez más plausible es moverse hacia una unión de transferencias, con el ESM y, como contrapeso, un endurecimiento del Pacto



de Estabilidad y Crecimiento. Para que funcione, necesitaría límites explícitos para la soberanía nacional sobre la política fiscal, en particular para los saldos presupuestarios y la senda de deuda pública. Esta solución, podría llegar a facilitar incluso un acuerdo para emisión de eurobonos.

La alternativa, probablemente la más deseable, pero un tanto irrealista en las condiciones actuales sería avanzar de forma cualitativamente distinta hacia una integración fiscal.

Otmar Issing, ex economista jefe del Bundesbank y miembro del Consejo de Gobierno del BCE afirmó en una ocasión que no hay ejemplo de unión monetaria duradera en la historia que no esté ligada a un estado. El propio presidente del Bundesbank, Hans Tietmeyer afirmaba en 1991 que «la divisa europea dará lugar a la transferencia de la soberanía de la política salarial y financiera de los estados y es una ilusión que los estados puedan mantener el control de la política fiscal». En 1995, el Bundesbank afirmaba en su informe anual que «como una unión monetaria representa un compromiso duradero de integración que usurpa el núcleo de la soberanía nacional, los participantes deben estar preparados para una unión política más profunda».

La integración supondría la creación de un ministerio de finanzas de la Unión con responsabilidades directas sobre: (i) la vigilancia de las políticas fiscales y la competitividad; (ii) las responsabilidades para la integración del sistema financiero de la Unión; (iii) la representación de la unión en las instituciones financieras internacionales y (iv) razonamiento en la línea con la lógica pasada de llevar adelante la integración europea mediante una secuencia de pasos en los dominios económicos y financieros que eventualmente resultará en la unión política.

La crisis de la deuda europea puede parecer a priori algo puramente destructivo, y sus primeras consecuencias así lo están siendo. Pero gestionada de la forma adecuada puede terminar haciendo que la Eurozona esté mejor equipada para hacer frente a restos económicos y políticos de largo plazo. A pesar de las tensiones políticas a

nivel europeo y de las presiones de los mercados financieros, el euro se mantiene fuerte. Las transformaciones sufridas fortalecerán a la unión en su conjunto y a los países más débiles de la periferia, que habrán llevado a cabo reformas dramáticas. Asimismo, el BCE se habrá fortalecido, haciendo la estabilidad financiera una de sus prioridades. Pero para todo ello, hace falta la voluntad política que transforme esta crisis en una oportunidad.

## BIBLIOGRAFÍA

- BANCO CENTRAL EUROPEO: *Boletines mensuales*.
- BCE (2011), Boletín mensual, abril.
- BCE (2011), Boletín mensual, junio.
- BCE (2011), «El impacto de las actividades de venta y titulización de préstamos en la evolución reciente de los préstamos concedidos por las IMF a las sociedades», Boletín mensual, julio.
- BCE (2011), «Las medidas no convencionales del BCE: impacto y retirada gradual», Boletín mensual, julio.
- BCE (2011), «El mecanismo Europeo de Estabilidad», Boletín mensual, julio.
- BCE (2011), «El nuevo marco de la UE para la gestión y resolución de las crisis financieras», Boletín mensual, julio.
- BCE (2011), Anexos, Boletín mensual, julio.
- BCE (2011), Boletín mensual, septiembre.
- European Central Bank (2011), *The Monetary Policy of the ECB*.
- ECB, International and European Co-operation, *Reinforcing economic governance in the euro area*, 10 June 2010.14p.
- BIS Quarterly Review, International banking and financial developments, March 2010.
- BIS Quarterly Review, International banking and financial developments, June 2010.
- Quarterly report on the euro area Vol. 9 N° 1 (2010). Special report: *The impact of the global*



- crisis on competitiveness and current account divergences in the euro area*. Brussels: European Commission, 2010; 42 p.
- Quarterly report on the euro area Vol. 8 N° 1 (2009). Special report: *Competitiveness developments within the euro area*. Brussels: European Commission, 2009; 55 p.
- Public Finances in EMU*, European Economy n°4, European Commission, 2010; 289 p.
- Directorate-General for internal policies. Policy Department. Economic and scientific policy A. «Household Indebtedness in EU». European Parliament, 2010.
- «Global Crisis: How did we get here? Where do we stand? Where is the exit», Moneda y Crédito, 230, Fundación Banco Santander, 2010.
- OECD Economic Surveys: Euro Area. Volume 2010/20. December 2010.
- SUERF– Société Universitaire Européenne de Recherches Financières. «Contagion and Spillovers: New Insights from the crisis». *SURF Studies* 2010/5. Vienna, December 2010.
- IIF (Institute of International Finance). 2011. *Eurozone Quid Pro Quo: Is a Berlin Consensus Emerging?* (February 2011).
- IMF (International Monetary Fund) *Portugal: First Review Under The Extended Arrangement*, September 2011. IMF Country Report N° 11/279. Washington DC.
- IMF (International Monetary Fund) *Ireland: Third Review Under the Extended Arrangement— Staff Report; Letter of Intent; Memorandum of Economic and Financial Policies; Technical Memorandum of Understanding; Letter of Intent and Memorandum of Understanding on Specific Economic Policy Conditionality (College of Commissioners); Staff Supplement; Press Release on the Executive Board Discussion*. September 2011. IMF Country Report N° 11/276. Washington DC.
- IMF (International Monetary Fund) *Greece: Fourth Review Under the Stand-By Arrangement and Request for Modification and Waiver of Applicability of Performance Criteria*. July 2011. IMF Country Report No. 11/175. Washington DC.
- IIE (The Peterson Institute for International Economics) *Europe on the Brink*, Peter Boone, Policy Brief Number PB11-13, July 2011.
- Eichengreen, Barry (May 2007) *The Breakup of the Euro Area I*, University of California, Berkeley Draft. Paper presented by Barry Eichengreen at an NBER Conference in Milan, Italy on 17 October 2008.
- Wyplosz, Charles (2011) *Why is the debt crisis spreading through the euro area?*
- Paper prepared for the seminar at Bank of Spain at the occasion of the delivery of the Germán Bernácer Prize, June 1.
- De Grauwe, Paul (2011) *Debt Sustainability Inside and Outside a Monetary Union*.
- Paper prepared for the seminar at Bank of Spain at the occasion of the delivery of the Germán Bernácer Prize, June 1.
- Mayer, Thomas (2011): *The political economics of the euro*, Deutsche Bank Research, July 1.
- Heinen, Nicolaus (2011): *A European Transfer Union. How large, how powerful, how expensive?*, Deutsche Bank Research, 2, August.
- Stolz, S. and M. Wedow (2010), *Central Bank Measures in Support of the Financial Sector in the EU and the United States*, *Intereconomics*, 45(6).
- Stolz, S. and M. Wedow (2011), *Government Measures in Support of the Financial Sector in the EU and the United States*, *Intereconomics*, 46(1).
- De Lucia, Clemente, *The eurozone: an optimal currency area?* *Conjoncture*, Vol. 2011, N° 3, p. 28-38, BNP Paribas Economic Research Department.
- EEAG (2011), *The EEAG Report on the European Economy*, CESifo, Munich 2011.

