



LOS MALES DEL EURO

**Manuel Conthe
Bird & Bird**

Cardenio, el amante desdeñado que vaga por los más ásperos parajes de Sierra Morena, concluye de esta guisa el soneto que, en el capítulo XXIII de su aventura, Don Quijote y Sancho encuentran en un librito abandonado por el joven:

*Presto habré de morir, que es lo más cierto:
Que al mal de quien la causa no se sabe
Milagro es acertar la medicina*

Tan sombrío vaticinio hubiera parecido aplicable a la unión monetaria europea en los momentos más álgidos de los males que vivió desde las postrimerías de 2009, cuando el vórtice de la crisis financiera internacional que se inició en Estados Unidos en 2008 se trasladó progresivamente hacia Grecia y otros países vulnerables miembros del euro, como Irlanda, Portugal y, en menor medida, España e Italia.

Las medidas excepcionales adoptadas por los países e instituciones miembros del euro han conjurado el peligro de que la unión monetaria muriera, aunque los países más vulnerables –y entre ellos España– seguimos padeciendo males más dolorosos que los que atormentaban a Cardenio.

El tiempo transcurrido desde que se iniciaran nos ha permitido saber sus causas y hemos empezado a aplicar medicinas –tanto en los países en crisis como en las instituciones del euro– que, desagradables, son, con algunas excepciones, acertadas para curarlos.

EL DIAGNÓSTICO DE LOS MALES

La crisis que padecemos todavía en España y otros países miembros del euro tuvo como detonante la crisis financiera internacional que se inició en Estados Unidos en el período 2007-2008, y compartió con ella algunos rasgos comunes.

Elementos comunes

¿Cuáles fueron esos elementos comunes?

Cabría destacar tres:

- En primer lugar, la ingenua creencia en la eficiencia de los mercados financieros y en la adecuada gestión de riesgos por las entidades financieras privadas y por los particulares.

Esa célebre «hipótesis de la eficiencia de los mercados financieros» fue la expresión académica de la concepción económica dominante durante el período 1980-2008, cuyos impulsores políticos fueron el tándem Reagan-Thatcher y cuyo principal valedora en el terreno económico fue la Reserva Federal americana durante el largo mandato de Alan Greenspan (1987-2006).

Si en Estados Unidos llevó a una excesiva desregulación del sector financiero que propició la crisis de las hipotecas *subprime*, en la Unión Europea constituyó la ideología económica prevaleciente cuando desde



finales de los años 80 y, muy en particular, durante la Conferencia Intergubernamental sobre Unión Económica y Monetaria de 1991 se fraguaron el Tratado de Maastricht y la futura unión monetaria.

En aquel mundo idílico de mercados eficientes no tenían cabida ni las burbujas financieras o de activos, ni los fenómenos de contagio financiero. Las amenazas al equilibrio económico procedían de las potenciales tensiones inflacionistas y de los eventuales desequilibrios presupuestarios del sector público, pero no del sector privado, lo que privaba de interés práctico al tradicional concepto de «balanza de pagos».

- En segundo lugar, una política monetaria de tipos de interés muy bajos, que no se manifestó en tensiones inflacionistas, sino en un crecimiento galopante del crédito y de la actividad y precios inmobiliarios.

En Estados Unidos esa política obedeció al deseo de la Reserva Federal de neutralizar los efectos, primero, de la ruptura de la burbuja bursátil de las empresas «dot.com» y, más tarde, de los atentados de Al Qaeda de septiembre de 2001. Esa orientación de las autoridades americanas tuvo su influencia sobre el Banco Central Europeo (BCE), que además tuvo presente el estancamiento que vivió Alemania a principios de la década.

- En tercer lugar, una desafortunada actuación pro-cíclica, durante la fase alcista, de los mecanismos e instituciones de control de los mercados e instituciones financieras (*gatekeepers*). Concentrados exclusivamente en los riesgos individuales de emisores y activos concretos, ignoraron el «riesgo sistémico»: fue el caso de las agencias de calificación, de las normas de contabilidad, de las agencias tasadoras, de los supervisores bancarios o de los organismos internacionales –con la notable excepción del Banco Internacional de Pagos de Basilea–.

Para colmo de desgracias, también las metodologías usadas por los organismos

internacionales para calcular los saldos presupuestarios estructurales o «ajustados al ciclo» sucumbieran al error de extrapolar las tendencias previas y, al no tomar en cuenta la coyuntural mejora del saldo presupuestario que en países como España estaban generando las burbujas financiera e inmobiliaria, el déficit de la balanza de pago y el bajo coste de financiación del Tesoro público, infundieron una injustificada tranquilidad en las autoridades políticas sobre la solidez de las finanzas públicas.

Las debilidades de la unión monetaria

A pesar de esas causas comunes, la crisis del euro y de sus países más vulnerables tiene sus propias raíces: atribuirle a los Estados Unidos y a las hipotecas *subprime* –como el Gobierno del presidente Zapatero hizo con reiteración durante varios años y algunos en España todavía afirman– constituye una manifestación típica de la falacia lógica conocida como «*post hoc, ergo propter hoc*» («después de, luego a causa de»).

Varias de las limitaciones de la unión monetaria que se consagró en 1992 en el Tratado de Maastricht eran bien conocidas por quienes lo negociaron. Se sabía, en particular:

- Que el conjunto de potenciales Estados miembros de la unión monetaria no constituía una «zona monetaria óptima», pues faltaban los mecanismos de ajuste típico de áreas monetarias bien integradas, como son:
 - Una gran movilidad de profesionales y trabajadores entre países y regiones;
 - Una Hacienda común de un tamaño suficiente como para absorber los riesgos de fluctuaciones económicas extremas en el conjunto de la zona y neutralizar, al menos parcialmente, los «*shocks* asimétricos» sufridos por algunos de sus regiones o países miembros.
- Que una de las servidumbres de una unión monetaria sería la existencia de un único

tipo de interés oficial común para todos los países integrados en ella. Esa política monetaria «de talla única» (*one size fits all*) se fijaría atendiendo a las necesidades generales de la unión, pero podría no ser la idónea para aquellos países con un ciclo desacompañado respecto al resto.

Junto a esas lagunas conocidas, la unión monetaria adoleció de otras debilidades que muchos, optimistas, no creyeron tales. Entre ellas destacó la ausencia de mecanismos colectivos eficaces que:

- Evitaran la acumulación de desequilibrios macroeconómicos fundamentales en sus países miembros –como son los déficits graves de balanza de pagos o la pérdida de competitividad–.

El ingenuo supuesto fue que, una vez integrados en la unión monetaria, sus países miembros mantendrían el grado de convergencia en tasas de inflación y aumentos de costes que habrían tenido que acreditar para acceder a ella.

- Evitaran la aparición de vulnerabilidades financieras y desequilibrios graves en el sistema bancario de sus países miembros y, por ende, en la zona euro en su conjunto.
- Forzaran a los países, en épocas de bonanza, a sanear a fondo sus finanzas públicas y a reducir de forma drástica su nivel de Deuda Pública.
- Preservaran la estabilidad financiera en la zona euro y la capacidad de financiación de sus Estados miembros durante crisis graves.

La unión monetaria nació en 1992 con esas graves lagunas por razones tanto económicas como políticas:

- En lo que atañe a razones económicas, la unión monetaria se fraguó –como ya se ha indicado– en pleno apogeo de la doctrina económica que sostenía que los mercados financieros son eficientes y los grandes problemas económicos y financieros proceden siempre del sector público: bastaba, pues, que la política monetaria velara por

la estabilidad de precios y que se evitaran desequilibrios en las finanzas públicas. Corolario de esa benévola visión del endeudamiento privado fue la irrelevancia de los desequilibrios de la balanza de pagos, conocida como «doctrina Lawson» desde que en los años 80 el Canciller del Tesoro británico negara trascendencia al elevado déficit de balanza de pagos del Reino Unido, fruto, a su juicio, de sabias decisiones del sector privado.

Por eso, ninguno de los criterios de convergencia del Tratado se refirió a la balanza de pagos. Y a eso obedeció también que España mereciera elogios de la Comisión Europea y del FMI hasta 2007, en razón del superávit presupuestario que por entonces teníamos, a pesar del grave déficit de nuestra balanza de pagos. Tranquilizado por esa confusión, hasta mayo de 2010 el presidente Zapatero creyó equivocadamente que España tenía, gracias a su bajo nivel de Deuda Pública, margen de maniobra para políticas anti-cíclicas.

Como singular excepción a la fe en los mercados financieros, el Tratado incorporó límites a los déficits presupuestarios y al nivel de Deuda Pública, como proporción del PIB. Pero tales reglas, a pesar de la interpretación rigurosa que quiso darles en 1997 el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, resultaron poco eficaces por el deseo de que se incorporaran a la unión monetaria Italia y Bélgica; por la negativa de Alemania y Francia a que se les aplicaran a ellos en 2003; y, sobre todo, por la dificultad de aplicarlas en períodos de bonanza económica, en la que los déficits presupuestarios descendieron por debajo del límite del 3% del PIB –gracias en gran medida a la bajada de los tipos de interés– incluso en países con un nivel de Deuda Pública muy elevado, como Grecia o Italia.

Los negociadores alemanes hicieron suya la idea que el Reino Unido había formulado como alternativa a los límites al déficit y



a la Deuda, y se incorporó al Tratado una cláusula de no-corresponsabilidad por deudas nacionales, que –de forma equivocada– se dio en llamar de «no bail-out», pues afirma que las deudas de un Estado no cuentan con la garantía implícita de la Unión o de los demás Estados, pero no prohíbe a éstos que, de forma voluntaria, acudan en socorro de un Estado en apuros (de igual forma, que un acreedor no pueda ejecutar los bienes de los padres de un deudor si no figuran como avalistas no impide que esos mismos padres puedan, de forma voluntaria, ayudar a su hijo a satisfacer sus deudas).

Durante las negociaciones del Tratado también se debatió si el BCE debería asumir funciones de supervisión bancaria. Al final, el Bundesbank exigió que el Tratado no se las atribuyera, pero, en un atisbo de lucidez, se permitió que el Consejo de Ministros, por unanimidad, previa consulta al BCE, pudiera hacerlo, previsión que –como luego veremos– resultó providencial para que en 2012 la Comisión Europea pudiera proponer esa medida y el Consejo Europeo aceptarla.

- En lo político, muchos países –cautivados y enardecidos por la retórica del Reino Unido contra «Bruselas»– se mostraron hostiles a cualquier transferencia de poder a la incipiente Unión y defendieron con ahínco el «principio de subsidiariedad», lo que hizo imposible en 1991 cualquier genuino avance hacia una verdadera unión económica.

Esa abierta hostilidad hacia cualquier medida que pudiera verse como un germen «federal» quedó patente incluso en el ámbito monetario: así, ni siquiera se llegó a debatir la propuesta de algunos negociadores de que los beneficios del Sistema Europeo de Bancos Centrales pasara a ser un nuevo recurso del presupuesto de la Unión, ni la todavía más modesta de que la moneda fraccionaria en euros la dejaran

de emitir los Tesoros nacionales, y pasar a emitirse por la propia Unión.

Alemania, sin embargo, siempre enfatizó –de forma profética– que la unión monetaria no sería viable a largo plazo sin el respaldo de una unión política. Y en una generosa expresión de esa concepción, aceptó que en los órganos de gobierno del BCE prevaleciera el principio de «un miembro, un voto», a diferencia de lo que ocurre en el Consejo y demás instituciones comunitarias, así como en los organismos financieros internacionales –como el Fondo Monetario Internacional (FMI) o los Bancos Multilaterales de Desarrollo–, donde cada país tiene un porcentaje de voto acorde con su peso político o económico.

Esa renuncia de Alemania a un derecho de veto en el BCE tendría consecuencias trascendentales durante la crisis del euro: permitió al Banco adoptar medidas excepcionales a pesar del rechazo del Bundesbank, lo que tuvo como precio la dimisión de algunos de sus representantes y la frecuente manifestación pública de su discrepancia.

Los desequilibrios provocados por unos tipos de interés demasiado bajos

En perspectiva histórica, parece claro que España no estaba preparada para entrar en el euro, a pesar de que en 1997 cumpliera los llamados «criterios de convergencia»: ni gozaba de la flexibilidad precisa para adaptarse con éxito a una unión monetaria y a la consiguiente renuncia del tipo de cambio como mecanismo de ajuste; ni disponía de mecanismos eficaces que frenaran la excesiva euforia que produjo la fuerte caída de los tipos de interés nominales y reales que provocó el ingreso en el euro.

Confieso que, por falta de perspicacia, esta última posibilidad nunca la debatimos –ni recuerdo que nadie la mentara– mientras se



negoció el proyecto de unión monetaria y se debatió en España las posibles consecuencias de nuestro ingreso en la unión monetaria. El temor siempre fue el contrario: que la pertenencia a la unión monetaria fuera una «losa que nos estábamos echando al cuello» y pudiera frenar nuestro crecimiento.

Pero la realidad fue la contraria: a principios de siglo y de la unión monetaria la política monetaria del Banco Central Europeo (BCE) tuvo en cuenta la situación de estancamiento que atravesaba por entonces Alemania: no resultó laxa para ese país, pero sí para España, en donde los tipos de interés reales fueron negativos durante mucho tiempo y el déficit de la balanza de pagos por cuenta corriente llegó a rozar en 2007 el 11% del PIB.

Vivimos, pues, un largo período en el que las instituciones y ahorradores alemanes compraban a manos llenas los valores emitidos por las cajas de ahorros y los bancos españoles para financiar la burbuja crediticia e inmobiliaria que vivía España; y esa aparente bonanza permitía a los españoles comprar bienes y equipos fabricados en Alemania. En suma, la transferencia financiera desde Alemania (préstamos y compra de activos financieros españoles) iba acompañada de una transferencia real de recursos (exportaciones netas alemanas a España).

En aquella etapa se dieron algunas paradojas curiosas:

- A España le perjudicó tener un sistema bancario más dinámico y con mayor nivel de competencia que el de otros países europeos –como Italia o Francia, por citar dos ejemplos cercanos–, pues esa característica produjo una competencia feroz en el mercado de crédito hipotecario que redujo sus márgenes y llevó a muchas entidades de crédito a intentar compensar esa caída de márgenes con el crecimiento de su cartera de crédito y a prestar atención creciente a los segmentos del mercado inmobiliario con mayor margen y riesgo –como la promoción inmobiliaria–.
- A España le hubiera venido mucho mejor que el BCE hubiera aplicado el supuesto «pilar cuantitativo» de la política monetaria que, en teoría, heredó del Bundesbank. En efecto, desde 1999 el BCE fijó para el crecimiento de la magnitud monetaria a la que mayor atención prestaba –la llamada M_3 – un «nivel de referencia» que se revisaría anualmente y que se fijó inicialmente en el 4'5%. El Banco consideró oficialmente el análisis de las magnitudes monetarias el «segundo pilar» de su política monetaria. En la práctica, sin embargo, la M_3 creció siempre por encima de ese «nivel de referencia» –que se mantuvo inalterado–, lo que no impidió que el BCE rebajara sus tipos de interés: el Banco argumentaba que la preferencia del público por mantener activos líquidos (depósitos bancarios, efectivo...) hacía que la «velocidad de circulación» del dinero disminuyera. En 2003 el BCE dejó de revisar anualmente dicho «nivel de referencia». Y aunque algunos quisieron ver en esa decisión que el nivel de referencia del 4'5%, lejos de perder relevancia, se había transformado en un «valor eterno», lo cierto es que entrañó el abandono definitivo del heredado «pilar monetario».

En suma, aquel largo período de tipos de interés bajos agravó en España los «desequilibrios fundamentales» que el inicio de la crisis dejó al descubierto:

- La crisis bancaria latente en varias entidades, oculta por las normas de valoración aplicables a préstamos y otros activos no negociados en mercados organizados y por el gradualismo del régimen de provisiones.
- El grave desequilibrio de la balanza de pagos por cuenta corriente, al que acompañó un endeudamiento neto creciente frente al exterior.
- El desequilibrio fiscal latente, oculto tras la abundancia de ingresos que le proporcionaban a las diversas Administraciones públicas la burbuja inmobiliaria y el desmedido crecimiento de las importaciones.



LA MEDICINA APLICADA

La crisis financiera internacional, primero, y su mutación, después, en las postrimerías de 2009, en una crisis de deuda soberana que se inició en Grecia pero afectó más tarde a Irlanda, Portugal y, en menor medida, España e Italia, ha obligado a los países miembros del euro a adoptar medidas no previstas cuando dos décadas antes se negoció el proyecto de unión monetaria.

Su adopción ni fue rápida ni obedeció a una estrategia diseñada de antemano: fue el resultado de un turbulento período de tensiones financieras, negociaciones políticas y reformas graduales, cuyas características básicas se señalan a continuación.

- *Gestión vs. prevención de crisis*

Como siempre ocurre, la crisis vivida en la zona euro suscitó a sus miembros e instituciones dos problemas distintos:

- Cómo resolver la crisis en curso (*crisis management*) y distribuir sus insoslayables costes (*legacy costs*);
- Cómo prevenir crisis similares en el futuro (*crisis prevention*).

Por desgracia, no siempre es fácil cohonstar ambos objetivos, pues para superar la crisis en curso pueden resultar precisas medidas excepcionales, a contrapelo del recetario preciso para prevenir crisis futuras.

Así, si una crisis pone de manifiesto que las entidades de crédito no estaban sujetas a unas exigencias de capital suficientemente estrictas y, para que capeen con éxito las futuras crisis, se les obliga a un temprano reforzamiento de sus recursos propios, lo más probable es que traten de lograrlo «cortando el grifo» de nuevos préstamos, de forma simultánea e inmediata, lo que agravará las secuelas de la crisis y su naturaleza sistémica. Como en cualquier «dilema del prisionero», el esfuerzo individual por mejorar la situación propia y la desconfianza en la cooperación ajena provocarán un resultado colectivo adverso.

De igual forma, si tras la eclosión de la crisis los grandes países acreedores, como Alemania u

Holanda, siguen considerando virtuosas sus tradicionales políticas de austeridad y contención de su demanda interna, harán imposible que los países con una gran deuda exterior acumulada –como España– puedan corregir el desequilibrio de sus cuentas exteriores y disminuir su endeudamiento. Ese «problema de las transferencias» lo vivió ya Europa en el período de Entreguerras –cuando los aliados victoriosos en la Primera Guerra Mundial no facilitaban las exportaciones de la vencida Alemania pero al tiempo le reclamaban cuantiosas indemnizaciones de guerra– y, sin que se le diera ese vetusto nombre, ha vuelto a manifestarse tras la crisis del euro, con la significativa diferencia de que ahora Alemania es la gran acreedora.

No es infrecuente, en fin, que las medidas dirigidas a prevenir crisis futuras se adopten antes, con mucha más facilidad, que las precisas para solventar la crisis ya manifiesta.

Con ese fin, además del reforzamiento de las exigencias de recursos propios de las entidades de crédito, a partir de 2010 la Unión Europea y, en particular, los países miembros del euro:

- Crearon un «Consejo Europeo de Riesgo Sistémico», presidido por el BCE, y, siguiendo las recomendaciones del Informe Lamfalussy, elevaron a la categoría de «Autoridades Financieras Europeas» los tres antiguos comités de coordinación de los supervisores nacionales de banca, mercado de valores y seguros.

La creación en 2010 de la «Autoridad Bancaria Europea» resultó, sin embargo, una reforma demasiado tímida para apuntalar las deficiencias de la unión monetaria, y dio paso en 2012 a la centralización en el BCE de la supervisión bancaria de las entidades de crédito de los países miembros del euro, como prometedor paso hacia la creación de una genuina «unión bancaria» en la zona euro, que deberá completarse algún día con sendos mecanismos europeos de garantía de depósitos y de restructuración bancaria.

- Establecieron un procedimiento para supervisar, de forma sistemática, y prevenir

los desequilibrios macroeconómicos de los países miembros, paralelo al ya establecido en 1992 en el Tratado de Maastricht para los déficits presupuestarios excesivos.

- Exigieron a los países miembros del euro, como parte del llamado «Pacto Fiscal», que incorporaran directamente a su legislación interna –y, preferiblemente, a su Constitución– «reglas fiscales» que aseguraran el mantenimiento de la disciplina presupuestaria.

La presteza con la que se aprobaron estas medidas de prevención futura quedó patente en España en el verano de 2011, cuando en menos de tres meses un acuerdo entre los dos grandes partidos permitió la meteórica reforma del artículo 135 de la Constitución, que introdujo en España una matizada regla de equilibrio presupuestario estructural y un límite del 60% al nivel de Deuda Pública en relación con el PIB.

- *Brinkmanship*

En los regímenes democráticos resulta posible aprobar con facilidad –como acabamos de indicar respecto al artículo 135 de la Constitución– reformas trascendentales de efecto diferido.

Pero cuando las medidas son dolorosas o entrañan costes y tienen un efecto inmediato y visible para los ciudadanos, la experiencia enseña que el gobernante de nuestras democracias no podrá seguir el consejo que Maquiavelo dio al Príncipe en el capítulo VII de su inmortal obra: «Los actos de severidad deben hacerse de una sola vez, para que, sintiéndose menos, ofendan menos; los beneficios, por el contrario, deben concederse poco a poco, para que puedan saborearse mejor».

En las democracias modernas tales medidas sólo pueden adoptarse cuando se perciben como inevitables por la opinión pública, lo que sólo ocurre en el fragor de una crisis o cuando los ciudadanos avizoran el abismo al que el país se precipitará si no se adoptan.

En el mundo de la política internacional ese fenómeno dio origen, en tiempos de la Guerra

Fría, al fenómeno que se conoció como *brinkmanship* o juego del «chicken». El filósofo británico Bertrand Russell describió el fenómeno en 1959 en su libro *Common Sense and Nuclear Warfare*, y lo ilustró con el juego que practicaban por parejas algunos adolescentes americanos: al volante de sus coches, arrancaban de lejos en sentido contrario –como en una justa medieval– y perdía el «gallina» (*chicken*) que giraba primero para evitar el choque frontal (en la versión del «Rebelde sin causa» de James Dean, los coches corren en paralelo hacia un acantilado, y gana el último conductor en saltar del vehículo). Para Russell ese juego era una metáfora del conflicto entre las dos potencias nucleares de la época y de la táctica de *brinkmanship* seguida por el Secretario de Estado americano, Foster Dulles –dejar que las crisis internacionales se agudizaran, aun a riesgo de desencadenar un holocausto nuclear–.

En el mundo económico, fue el presidente de la Reserva Federal, Ben Bernanke, quien utilizó de nuevo la metáfora cuando a principios de 2012 se refirió al «abismo fiscal» (*fiscal cliff*) al que se precipitaría Estados Unidos si antes del 31 de diciembre de 2012 no se alcanza un acuerdo político de reducción del déficit presupuestario que evite la entrada en vigor automática de los traumáticos recortes de gastos y aumentos de impuestos previstos por la legislación si no hay acuerdo.

En el caso del euro, el presidente Zapatero no habló de un «abismo», sino de un «*Pearl Harbour* financiero» cuando se refirió a la crisis del mercado de Deuda de mayo de 2010 que le obligó a adoptar medidas severas de corrección del déficit presupuestario. Pero, cualquiera que sea la metáfora empleada, ha sido el riesgo inminente de caer en potenciales «abismos monetarios» (*euro cliffs*, podríamos decir) el que ha impulsado la aceptación –tanto en España y otros países en crisis, como en Alemania y los demás países acreedores– de medidas extraordinarias para evitar la fragmentación de la zona euro y su abandono traumático por alguno de sus miembros.

Ese carácter forzado de las medidas excepcionales adoptadas por las autoridades políticas



nacionales y las instituciones europeas, como el BCE, ha tenido varias consecuencias:

- La permanente insatisfacción de los mercados financieros y analistas con los paquetes de reformas aprobadas por los sucesivos Consejos Europeos, que los mercados siempre hubieran deseado más ambiciosos.
 - La reticencia de Alemania y del BCE a anunciar medidas ilimitadas de apoyo a los países en crisis, por temor a que éstos, superado el trance y restablecida la calma y su capacidad de financiación a tipos de interés más razonables, perdieran todo incentivo político para adoptar reformas impopulares.
 - La adopción, bajo la presión de los mercados financieros y de sus socios europeos, por los Gobiernos de los países en crisis de medidas excepcionales –como subidas de ciertos impuestos y recortes de gastos– que habían prometido que no adoptarían.
- *Paralelismo o condicionalidad*

Por eso, la medicina aplicada para sortear la crisis ha discurrido por dos cauces paralelos, íntimamente vinculados por razones políticas: las medidas de reforzamiento de la unión económica entre los países miembros de la unión monetaria; y la adopción de impopulares medidas de ajuste y reforma por los países precisados de ayuda.

En lo que atañe al reforzamiento de la unión económica, desde el mismo comienzo de la crisis financiera los países miembros del euro han ido adoptado un rosario de iniciativas inconcebibles cuando se firmó el Tratado de Maastricht.

El BCE fue pionero con su temprana oferta de financiación en dólares en agosto de 2007; con el posterior ofrecimiento a los bancos de financiación ilimitada en euros, a plazos que se fueron alargando hasta alcanzar los 3 años en las subastas de noviembre de 2011 y febrero de 2012, con reglas cada vez más flexibles sobre la calidad de los activos entregados en garantía; o con las compras de Deuda pública de países en aprietos, cuya manifestación más ambiciosa fue el programa de

Outright Monetary Transactions (OMT) anunciado por el presidente del BCE en julio de 2012, para aquellos países, como España, que solicitaran oficialmente ayuda a las instituciones comunitarias.

Alemania y los demás países acreedores terminaron aceptando mecanismos de rescate que muchos creían proscritos por el Tratado –aunque, por fortuna, el Tribunal Constitucional alemán consideró en septiembre de 2012 conformes con la Ley Fundamental alemana: tras su adopción, con carácter excepcional para Grecia, en 2010 y su posterior transformación en un Fondo Europeo de Estabilidad Financiera, se configuraron como un permanente Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) incorporado al Tratado mediante una meteórica reforma. Además, las posibilidades de uso de tales recursos se fueron ampliando progresivamente, para que pudiera utilizarse no sólo para otorgar préstamos a los Estados miembros, sino también para comprar de Deuda pública o para operaciones de recapitalización bancaria, como la aprobada para España en julio de 2012.

No deja de resultar irónico e ilustrativo de los cambios de actitud provocados por la crisis que fuera un Gobierno del Partido Conservador británico, liderado por John Major, quien en 1991 propusiera que el Tratado de Maastricht incorporara una regla de «no rescate» (*no bail-out*); y que otro Gobierno británico de idéntico signo político, dirigido ahora por James Cameron, pidiera con vehemencia dos décadas después que la zona euro se dotara de un poderoso «bazoka» que proporcionara ayuda financiera a sus miembros en crisis y frenara la especulación en los mercados contra los valores de su Deuda Pública.

Como parte de tales acuerdos, se adoptó también una iniciativa sin precedentes: condicionar el apoyo oficial financiero a Grecia a una significativa restructuración, con quita incluida, de sus deudas con acreedores privados –el llamado púdicamente «*private sector involvement*»–. La consecuencia fue que sean ahora los países e instituciones europeas, así como el FMI, los principales acreedores de Grecia, lo que ha suscitado la espionosa cuestión de hasta qué punto la sostenibili-



dad de la deuda griega exigirá ahora otra generosa quita por sus acreedores oficiales.

En junio de 2012 el Consejo Europeo dio un paso trascendental cuando aprobó la transformación del BCE en supervisor prudencial único de las entidades financieras de la zona euro. Es cierto que la unión bancaria sólo será plena cuando esté respaldada por un Fondo Europeo de Garantía de Depósitos –financiado por todas las entidades de depósito europeas– y de un Mecanismo Europeo de Reestructuración y Resolución bancaria. Las dudas y controversias sobre la fecha efectiva de asunción efectiva por el BCE de sus nuevas funciones, sobre el carácter universal o limitado del conjunto de entidades sometidas a su supervisión y, en fin, sobre la aplicación de los fondos del MEDE, con carácter retroactivo, a la reestructuración de bancos afectados por la crisis son discrepancias comprensibles en una evolución que parece imparable hacia una genuina unión bancaria.

Es probable que a la unión bancaria le sigan, más adelante, avances hacia una mayor integración fiscal, con la creación de una Autoridad Fiscal Única capaz no sólo de sancionar a los Estados que incumplan las reglas fiscales, sino de favorecer la cooperación entre Estados y evitar la asimetría de los ajustes, para que el efecto contractivo de los ajustes en países deudores como España se vea más correspondido por impulsos expansivos de la demanda en los países acreedores. Tampoco cabe descartar que en un futuro no remoto se emitan «bonos de la Unión» u otros instrumentos que centralicen en un Tesoro de vocación federal la captación de fondos en los mercados financieros. Pero tales avances serán impensables en tanto no exista una confianza recíproca entre los países miembros del euro mucho más intensa que la que todavía existe.

Pero, como se señaló, las medidas de reforzamiento de la unión económica y de la arquitectura institucional del euro han estado vinculadas a la aceptación de medidas de ajuste y reformas por los Estados receptores de los apoyos.

En los casos de los países con programas oficiales de ayuda –Grecia, Irlanda y Portugal– esa

vinculación fue explícita, y ha sido objeto de supervisión periódica por «troikas» de representantes de la Comisión Europea, el BCE y el FMI. En el caso de España, también lo fue en el programa de ayuda pactado en julio de 2012 para la reestructuración del sistema bancario.

Pero junto a esa condicionalidad expresa ha existido también una innegable «condicionalidad implícita» en muchos otros casos.

En efecto, como contrapartida al establecimiento de los nuevos mecanismos de rescate, Alemania logró que los Estados miembros del euro incorporaron a su Derecho interno las llamadas «reglas fiscales», como el ya citado nuevo artículo 135 de la Constitución española.

Además, en el caso de España las sucesivas «recomendaciones» del FMI, de la Comisión Europea y de los Ministros de Economía y Hacienda de la zona euro hicieron que nuestro país acometiera reformas a las que se había resistido. Algunas de las más notables incluyeron:

- La reforma del sistema de pensiones públicas, con el alargamiento gradual de la edad de jubilación y la evaluación periódica de su sostenibilidad;
- El recorte, en términos nominales, de los sueldos de los funcionarios y empleados públicos;
- La reforma del mercado de trabajo y, en particular, la disminución de las indemnizaciones por despido; la introducción de medidas de flexibilidad interna y la potenciación de los convenios de empresa; y una incipiente reducción de la cuantía de las prestaciones por desempleo.
- La subida de los impuestos directos –especialmente el IRPF– y del IVA, así como la supresión de la deducción fiscal por compra de vivienda.
- La evaluación de la solvencia de las entidades de crédito españolas por consultoras privadas, al margen del Banco de España; el otorgamiento al Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB) de facultades para liquidar administrativamente («resolver»), al margen de cualquier proce-



dimiento concursal, entidades de crédito en crisis; y la creación de una nueva sociedad que adquirirá de los bancos activos dudosos.

- La adopción por la Administración General del Estado de un control mucho más estricto de los objetivos y ejecución de la política presupuestaria por las Comunidades Autónomas, apoyado, además, en la condicionalidad inherente a los Fondos de Liquidez creados por el Estado para permitir que las Comunidades Autónomas paguen sus deudas comerciales pendientes con sus proveedores y refinancien su deuda financiera.

También aquí las autoridades nacionales se han limitado habitualmente a acometer aquellas reformas que en cada momento juzgaban como indispensables, lo que ha obligado a sucesivos endurecimientos de reformas previas, en contra del citado consejo de Maquiavelo.

- *El maratón de la recuperación*

La superación de la crisis por los países aquejados de desequilibrios fundamentales agravados durante sus primeros años en la unión monetaria era una tarea inevitablemente compleja, por varios motivos:

- Es difícil corregir desequilibrios económicos fundamentales sin poder acudir al viejo remedio de los reajustes de paridades, especialmente cuando –como ya vimos– los países integrados en la moneda única no constituyen una «zona monetaria óptima».
- Uno de los principales desequilibrios fue –al menos en el caso de España– la excesiva acumulación de deuda privada, vulnerabilidad que se tarda años en superar, especialmente cuando la tasa de inflación es baja.
- La crisis, aunque gestada en España y otros países en el sector privado, terminó por elevar el nivel de Deuda Pública de todos ellos, y ha obligado a los países con más dificultad de financiación a adoptar medidas urgentes para reducir sus desequilibrios presupuestarios.

Algunos albergaron la esperanza de que tales ajustes fiscales tuvieran un efecto macroeconómico expansivo, una posibilidad teórica que han venido defendiendo varios economistas italianos (Giavazzi, Pagazo, Alesina...) cuando no descansan en aumentos de impuestos, sino en recortes permanentes del gasto público, porque –dicen– esa estrategia puede acrecentar la confianza de los empresarios y neutralizar el efecto contractivo sobre la demanda agregada de la reducción del gasto.

Pero esas esperanzas se han mostrado quiméricas: la prolongación de la crisis ha demostrado, como afirmó el FMI en su *World Economic Outlook* de octubre de 2012, que los ajustes fiscales no sólo tienen efecto contractivo sobre el PIB, sino que la proporción entre ambos –esto es, los «multiplicadores fiscales»– están teniendo durante esta «Gran Recesión» valores superiores a los hasta ahora estimados y podrían estar situados en una horquilla de entre 0,9 y 1,7.

Como corolario de esa idea –que, surgida en el FMI, han terminado calando entre los expertos y autoridades políticas de la Comisión Europea y de los países acreedores de la zona euro–, los ajustes fiscales deben basarse en medidas estructurales de saneamiento presupuestario que engendren un superávit primario duradero, no en meros «hachazos» que afecten por igual a todas las partidas de gasto y busquen reducir a toda costa, con mucha rapidez, el déficit presupuestario.

Como afirmó en octubre de 2012 el economista jefe del FMI, Olivier Blanchard, los procesos de consolidación fiscal no deben concebirse como una carrera de velocidad, en la que lo esencial es un buen *sprint*; se asemejan, más bien, a un maratón, una prueba que exige resistencia y un esfuerzo prolongado.

Esa constatación creciente de que los multiplicadores fiscales se habían estimado como demasiado optimismo llevó a que en noviembre de 2012 la Comisión Europea y los Ministros de Economía y Hacienda del euro mostraran mayor flexibilidad sobre el objetivo de déficit presupuestario nominal pactado con España para 2012 y 2013.



UNA HISTORIA INACABADA

La crisis del euro ha dado la razón a quienes, especialmente desde Alemania, señalaron durante las negociaciones del Tratado de Maastricht que una unión monetaria no sería sostenible a largo plazo si no iba acompañada de una mayor integración política; y a los economistas alemanes que, un lustro más tarde, en vísperas de que la unión monetaria se iniciara, advirtieron que algunos países, aunque cumpliéramos estadísticamente los criterios de convergencia, todavía no estábamos preparados para integrarnos en ella y renunciar al tipo de cambio como mecanismo de ajuste.

La Canciller Merkel recordó en pleno fragor de la crisis esa relación entre unión monetaria e integración política: «Necesitamos más Europa, no menos. Por eso es necesario crear una unión política, algo que no se hizo cuando se lanzó el euro». Y son pocos quienes dudan de que la admisión de Grecia como miembro de la unión monetaria –aunque no se produjera en el primer momento, sino en 2002– fue un gravísimo error que ha suscitado una inestabilidad en la unión monetaria que no guarda proporción con el peso de ese país.

El anuncio por el BCE, en julio de 2012, de su disponibilidad a estabilizar el mercado de la Deuda Pública de aquellos países que soliciten ayuda oficial y cumplan las condiciones que se le impongan ha atemperado, en gran medida, las graves turbulencias vividas en la zona euro en los momentos álgidos de la crisis. Pero se trata de una tregua que no deberá frenar el paralelo avance hacia una mayor integración económica y

política entre los miembros del euro –cuyo próximo estadio debe ser la creación de una genuina unión bancaria– y hacia la superación definitiva por los países en crisis –como España– de sus desequilibrios fundamentales y rigideces económicas.

El principal reproche que puede hacerse a Alemania, a los demás países acreedores y, como reflejo de su influencia política, a la Comisión Europea es haber seguido prestando atención casi exclusiva a los desequilibrios presupuestarios y predicando por doquier como solución la austeridad fiscal, desdeñando la contribución esencial que el crecimiento de los países acreedores y del conjunto de la Unión deberá jugar para que los países deudores, como España, puedan restablecer su equilibrio y reducir su endeudamiento externo.

¿Cómo acabará esta historia?

El lector de Don Quijote tiene que aguardar pacientemente trece capítulos hasta que el desdeñado Cardenio, presto a morir de amores en el XXIII, se reencuentra y reconcilia con su amada en el XXXVI.

Esperemos que los males que nos provocó nuestro prematuro ingreso en una unión monetaria imperfecta, y una década de tipos de interés demasiado bajos, no duren tantos años como capítulos los del infortunio de Cardenio. En tanto los padecemos, consolémonos pensando que, si no desmayamos prematuramente en el esfuerzo de ajuste y reforma, y los demás países e instituciones de la zona euro, con el BCE a la cabeza, no siguen ofreciendo el apoyo debido, también nuestra historia en el euro tendrá un final feliz.