



## RESUMEN EJECUTIVO Y CONCLUSIONES

Fernando Fernández, IE Business School

### INTRODUCCIÓN

Las crisis de deuda soberana, es decir los problemas de los gobiernos para hacer frente a los pagos de intereses o amortización del principal de sus obligaciones financieras, han sido muy frecuentes en la historia económica<sup>1</sup>. Casi todos los grandes imperios han sucumbido en medio de una gran crisis de endeudamiento, incapaces de hacer frente a los gastos derivados del mantenimiento de su hegemonía política. Los problemas financieros del Imperio español están bien documentados y su estudio estuvo en el origen del tratamiento científico del problema de la inflación<sup>2</sup>. En nuestros días, un grupo creciente de historiadores considera que el origen de los problemas geopolíticos de Estados Unidos está en su insuficiencia fiscal y en el déficit exterior que han conducido a una explosión incontrolable de su deuda pública<sup>3</sup>.

Pero en el siglo XX nos habíamos acostumbrado a que las crisis de deuda pública eran patrimonio exclusivo de los países en desarrollo, de las llamadas economías emergentes. Hasta tal punto, que se llegó a considerar casi necesaria una buena crisis en los países en transición eco-

nómica como paso previo a su «graduación» y su aceptación en el club de las economías de la OCDE<sup>4</sup>. Desde la perspectiva de los países ricos, esas cosas no pasaban, no se estudiaban en los libros de texto ni en los manuales de economía al uso, quizás, como queda dicho antes, en algunos de historia. Pero desde luego no entraban en la preocupación de los responsables de la política económica, ni de los analistas financieros, porque nadie discutía la capacidad ni la voluntad de los gobiernos de los países industrializados para cumplir sus compromisos financieros.

Acto de fe, juicio de valor o convicción empírica que no sufrió ninguna erosión con el rápido crecimiento del ratio deuda PIB después de los años sesenta. Más aún, la Unión Monetaria Europea supuso un proceso de elevación automática y progresiva de la calificación de los principales soberanos periféricos europeos con el argumento, absolutamente dominante hace unos años tanto entre inversores, agencias de calificación o economistas académicos europeos, de que sus mecanismos de disciplina interna, presión colectiva y trasferencias implícitas hacían imposible un problema de crédito. Como resultado las agencias de rating, algunas de las cuales habían expresado sus dudas iniciales precisamente porque el euro significaba la renuncia a la soberanía monetaria y por tanto a la posibilidad de licuar deuda con inflación de manera autónoma por cada país emisor, acabaron aceptando como un hecho cierto, incontrovertible e irreversible, lo

<sup>1</sup> Carmen Reinhart y Ken Rogoff ha documentado infinidad de ellas en su libro ya clásico, *This time is different, Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press, 2009.

<sup>2</sup> Véase Ramón Carande, *Carlos V y sus banqueros*, editorial Crítica, Valladolid, 1987, o Felipe Ruiz Martín, *Las finanzas de la Monarquía Hispánica en tiempos de Felipe IV, 1621-1665*, discurso de ingreso en la Real Academia de la Historia, Madrid, 1990.

<sup>3</sup> Quizás sea Niall Ferguson, el autor más célebre y su libro *Civilization, The West and the Rest*, Allen Lane, Londres 2011, el mejor y más conocido ejemplo de esta creciente bibliografía.

<sup>4</sup> Véase gran parte de la literatura económica relacionada con la crisis mexicana de los noventa y su entrada en la OCDE y mucho de lo que hoy se escribe sobre China.



que se venía diciendo desde el ámbito político, esto es, que los países europeos no podían quebrar. Hasta que llegó la crisis financiera.

Quedará para los anales de la historia por qué la Unión Europea decidió en Febrero del año 2010 convertir en problema europeo un evento de crédito puntual, concreto y menor –los problemas de pagos de Grecia- que podía haberse tratado con el procedimiento habitual de la intervención del Fondo Monetario Internacional como facilitador de un acuerdo entre acreedores y deudores a cambio de un programa de ajuste. Condicionalidad macroeconómica para asegurar el ajuste fiscal y externo a cambio de alivio de deuda ha sido siempre la receta tradicional en estos casos, una ecuación no sencilla y sujeta a múltiples decisiones discrecionales que requieren un alto grado de coordinación y en la que la participación del Banco Central Europeo como autoridad monetaria y prestamista de última instancia era necesaria, pero secundaria. Grecia no es ninguna excepción, no hay nada singular en ella excepto su pertenencia a la Unión Monetaria, pero tampoco es el primer país que no puede o no quiere devaluar en el marco de un programa de estabilización; recordemos los casos recientes de Hong Kong y Ecuador. El FMI es la institución multilateral especializada en este tipo de tareas, la única que tiene la experiencia y el conocimiento suficiente para ello. Una entidad en la que por cierto los europeos son la minoría mayoritaria, pero a la que por una mezcla de soberbia e imprevisión tardaron demasiado tiempo en acudir.

Los europeos quisimos resolverlo solos y sin poner dinero y, al hacerlo así, convertimos un problema de deuda soberana en la crisis del euro. Porque al tomar esa decisión, se pusieron en evidencia tanto los fallos en el diseño de la Unión Monetaria, las limitaciones del Tratado de Maastricht, como los fallos en la gobernanza europea, la incapacidad para la toma de decisiones y la ineficacia a la hora de aplicarlas consistentemente; problemas legales y políticos que afectan al propio Tratado de Lisboa e incluso para algunos autores a la propia concepción del Banco Central Europeo. Los fallos de diseño son hoy bien conocidos, aunque se minusvaloraron

sistemáticamente en el período de negociación y aprobación del Tratado, y se despreciaron todas las críticas que se hacían desde el mundo académico y financiero, repudiadas por anglosajonas y contrarias a los intereses europeos. Fallos que una vez manifestados con toda virulencia, la Unión Monetaria viene intentando resolver con más o menos éxito desde principios de 2010 y que se resumen en la ausencia de condiciones que permitan considerar a la UEM como un área monetaria óptima. Pero los fallos de aplicación no son menos relevantes. En cierta medida todo empezó cuando ante el incumplimiento del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) por Francia y Alemania se decidió reformarlo para aumentar la discrecionalidad política. Con la excusa de la necesidad de adecuar la regla fiscal europea al ciclo económico, ignorando los principios básicos de sencillez y automatismo –bien establecidos en la literatura económica desde mediados de los noventa gracias los trabajos pioneros de Alessina, Tabellini y Milesi-Ferretti<sup>5</sup>– se pusieron las bases para la negociación política y creatividad fiscal que tanto han mermado la credibilidad europea. Aparte de que se perdió toda autoridad moral para sancionar a ningún país, por pequeño que fuera. No es momento para buscar responsabilidades, pero alguna le cupo también al gobierno español de entonces que vio en la posibilidad de flexibilizar el PEC la manera de perpetuar su política de incremento de gasto público con la excusa –nada nueva por cierto y que está en el origen de casi todas las crisis soberanas– de que no era gasto sino inversión, social o económica que más da.

Lo cierto es que asustados por lo que se les venía encima, los líderes europeos quisieron, en la Cumbre de mayo de 2010, cambiar de facto la naturaleza de la Unión Monetaria para acercarla a los requisitos teóricos. Pero la concreción jurídica de esta migración a la racionalidad económica lleva mucho tiempo y exige mucho capital político porque se trata de cambiar la concepción

---

<sup>5</sup> Para un resumen documentado y concluyente de esta literatura, véase el documento *Fiscal Rules, Anchoring Expectations for Sustainable Public Finances*, editado por el departa.



del Banco Central Europeo y de la regla fiscal básica que da soporte al euro, y de hacerlo manteniendo los equilibrios políticos existentes en Europa, equilibrios ideológicos y equilibrios nacionales. Y hacerlo involucrando democráticamente a una población que sufre de fatiga de ajuste, miedo a perder su posición en una economía globalizada y desapego europeo. Demasiado tiempo y demasiado capital para unos mercados y unos inversores que desde entonces no han visto más que indecisión, incapacidad para asumir compromisos concretos, racanería a la hora de inyectar dinero fresco y ausencia de liderazgo político.

A la fecha de escribir este sumario-introducción y cerrar la edición, principios de diciembre de 2011, la crisis europea está lejos de haberse resuelto y ha llegado a amenazar a los países más solventes, convirtiéndose en una auténtica crisis de confianza en el euro. Lo que empezó como un problema en las finanzas públicas griegas, se ha extendido a Irlanda primero, por un problema de quiebra bancaria generalizada, y luego a Portugal, esencialmente por su incapacidad crónica para crecer. Ambos países han tenido que ser rescatados, como se dice vulgarmente para referirse al hecho de que han recibido ayuda oficial –de la Comisión, la Unión y el FMI– para poder cumplir su calendario de pagos. Los mercados financieros no se han tranquilizado con ello y amenazan ahora a Italia y España –un poco menos a nuestro país porque el panorama político e institucional es sustancialmente diferente y ofrece menos incertidumbres–, a la vez que parecen querer abandonar todos los activos denominados en la divisa europea. La crisis se ha extendido también al sistema bancario europeo que se arriesga a entrar en un bucle melancólico de crisis soberana y crisis financiera que puede ser letal. El Banco Central Europeo se debate entre la expansión heterodoxa y la fidelidad a su rígido estatuto, lo que le hace imprevisible y errático, si bien, tras la Cumbre de diciembre y con un nuevo presidente, parece haber emprendido un cambio hacia la expansión monetaria, aunque sea de manera indirecta mediante la provisión ilimitada y a largo plazo, tres años, de liquidez a los

bancos comerciales para que éstos a su vez adquieran la deuda pública. La economía europea se ha estancado y puede caer en una nueva recesión, todos los indicadores macroeconómicos señalan un notable deterioro de la actividad y una profunda reversión de las expectativas. Y los políticos europeos siguen mirando más a su electorado nacional que a las necesidades de preservar la Unión Monetaria. Pero no es fácil culparles por ello; si se interpreta en sentido amplio el lema de la revolución democrática americana, no puede haber impuestos sin representación política.

Este libro no pretende resolver todos los interrogantes políticos y económicos que plantea la crisis del euro. Sería pretencioso por nuestra parte. Ni siquiera aspira a enumerar y describir las medidas que serían necesarias para superar la situación actual. Nos contentamos con un objetivo más humilde, ayudar a entender lo que está pasando. Lo hace desde el entendimiento y la convicción de que la Unión Monetaria Europea es un bien a preservar; de que por muchas y grandes que sean sus dificultades mayor sería el coste económico, político y social de su ruptura. Muchas son las estimaciones aparecidas últimamente de la caída de output que significaría el abandono del proyecto de moneda única. Todas muy elevadas. Pero con ser ese coste muy importante, sería la menor de nuestras preocupaciones como ciudadanos ante la magnitud de la convulsión social y política que conllevaría la ruptura del euro.

Un buen diagnóstico es parte principal y necesaria de cualquier tratamiento. Solo entendiendo la naturaleza de la crisis del euro será posible formular políticas correctas, nacionales y europeas. Siempre hay varias alternativas, el futuro no es nunca unívoco ni perfectamente previsible. Pero conviene comprender bien las consecuencias de cada una de ellas, incluso las que hoy parecen más descabelladas aunque solo sea para evitarlas. Para ello hemos dividido el libro en cuatro apartados, uno primero conceptual para precisar técnicamente de qué estamos hablando; uno segundo coyuntural que analiza la arquitectura institucional europea diseñada en Maastricht y su adaptación a las distintas crisis nacionales que se han ido produciendo estos años, a la vez que profundiza



en las características idiosincrática de cada una de ellas sin olvidarnos de España; un tercer bloque de futuro, que analiza las diferentes medidas que se han ido planteando en el ámbito académico, inversor y político para resolver este problema de deuda y, lo que es más importante, para evitar que se repita, para dotar de permanencia y estabilidad a la Unión Monetaria; y un cuarto capítulo que estudia específicamente las dos salidas extremas posibles: reestructuración involuntaria de la deuda o devaluación entendida como abandono del euro por uno o varios países.

## 1. EL MARCO CONCEPTUAL DE LA CRISIS DEL EURO

Muchos analistas han considerado la crisis del euro como un caso paradigmático de contagio. Por ello, **Juan José Toribio**, profesor del IESE y patrono de la Fundación de Estudios Financieros, abre la primera parte del libro precisando el sentido económico del término contagio y sugiriendo una definición operativa propuesta por el Banco Mundial, «cualquier transmisión de perturbaciones económicas de un país a otro más allá de las atribuibles a vínculos fundamentales (financieros, reales o políticos) entre ellos... Algo atípico que supera cuanto podía ser razonablemente esperado por los participantes en los mercados». En este sentido preciso, el contagio solo podría haber explicado la crisis del euro en la medida en que (i) ésta no viniera determinada por fundamentales económicos, por desequilibrios internos preexistentes y autogenerados en las economías afectadas y (ii) no fuese previsible. Se debería entonces a factores psicológicos que explican el comportamiento de los inversores, el llamado efecto rebaño en el que las asimetrías de información juegan un papel fundamental en estas reacciones gregarias. No nos parece que este efecto pueda explicar por sí solo lo que está sucediendo en Europa, aunque es cierto que la crisis financiera ha provocado una profunda desconfianza de los analistas en su propia capacidad para valorar adecuadamente los riesgos, y notablemente el riesgo de ruptura del euro. Desconfianza en su propia capacidad que ha podi-

do traducirse en una reconsideración excesivamente negativa de la viabilidad de la Euro Zona. Un dato a tener en cuenta porque la desconfianza no se desvanece rápidamente.

No hay nada nuevo en el hecho de que problemas extremos en el deudor soberano afecten de manera ineludible y severa al sistema financiero de cualquier país, como conocen bien todos los responsables bancarios –autoridades, reguladores o banqueros– de las economías emergentes. Pero la crisis europea actual parece aportar una novedosa «causalidad inversa», evidente en el caso de Islandia o Irlanda, por la que los problemas del sistema financiero acaban impactando negativamente en la sostenibilidad fiscal. A estudiar las condiciones en las que esa causalidad inversa es posible, partiendo de la conocida ecuación de sostenibilidad de la deuda, se dedica el artículo de **José María Roldán**, director general de regulación del Banco de España, que concluye afirmando que los rescates bancarios tienen en general un efecto simplemente puntual sobre la dinámica de la deuda pública. Conclusión general que él mismo matiza en determinadas circunstancias específicas y difícilmente repetibles: (i) que se trate de bancos internacionalmente muy activos cuya actividad doméstica tenga escasa importancia en su balance; (ii) que el sector bancario tenga un peso extraordinario en la actividad económica del país –por ejemplo en Islandia el balance del sistema bancario llegó a suponer el 1.200% del PIB, en Irlanda el 600% y en el Reino Unido el 500%, mientras que en España apenas llega al 350%-; (iii) que su actividad internacional se despliegue a través de sucursales lo que les permite obviar la supervisión local; o (iv) el intenso desarrollo de un sector financiero *offshore*. Solo cabe añadir que son circunstancias que no se dan en el caso de la banca española. Como tampoco se da otra causa determinante del bucle crisis financiera- crisis soberana en países como Bélgica o incluso Italia, su elevada exposición crediticia a la deuda soberana de países en crisis de balanza de pagos, salvo que consideremos así la cartera de deuda española, lo que es otro tema del que luego hablaremos.



En el capítulo siguiente **Antonio Carrascosa**, entonces director de cumplimiento regulatorio de PWC, analiza de manera exhaustiva cómo la nueva regulación financiera busca precisamente evitar el círculo vicioso que va desde una crisis financiera a otra soberana. Empieza recordando que el aumento del riesgo soberano: impacta sobre la financiación de las entidades bancarias en cantidad y en precio generando un riesgo de liquidez; influye sobre la cuantía y la volatilidad de los resultados de las entidades bancarias; y afecta a su nivel de patrimonio al exigir mayor consumo de recursos propios. Por todo ello, concluye «hay que limitar al máximo las alternativas al *mark-to-market* ya que la entidades pueden tener la tentación de no reconocer pérdidas reales y aplazar indefinidamente las medidas de saneamiento». Pareciera que las autoridades le han hecho caso en la polémica recapitalización forzosa de la banca europea decidida en la Cumbre de finales de octubre.

Al describir la nueva regulación financiera conocida como Basilea III se parte de un hecho objetivo: durante el período pre-crisis había aumentado mucho el recurso de la banca a la financiación mayorista en detrimento de los tradicionales depósitos; aumento que implica una vulnerabilidad que se intenta combatir con más capital, más liquidez y menos apalancamiento, buscando una banca más pequeña, solvente y líquida. Como consecuencia, es previsible que se reduzcan los márgenes bancarios y que las entidades respondan (i) aumentando el precio de sus servicios y productos, (ii) reduciendo las participaciones accionariales en otras entidades, la financiación interbancaria y el diseño y negociación de muchos derivados y (iii) tiendan sustituir el crédito bancario directo a empresas por emisiones de valores y papel comercial. Que todas estas transformaciones tengan como consecuencia un sistema financiero más rentable y menos propenso a las crisis está por demostrar, pero van a producir sin duda un vuelco significativo en la forma de hacer banca en el futuro inmediato. Y más pronto de lo previsto, porque los mercados están ya adelantando los nuevos requisitos. El capítulo repasa también de manera exhaustiva otros elementos del debate regulatorio actual

como el tamaño de las entidades, los planes de recuperación y liquidación de entidades, el capital contingente, el bail-in de las entidades, la exigencia de mercados organizados para la negociación de productos financieros y el complejo mundo de la retribución de los banqueros.

Para terminar este primer apartado conceptual, **Santiago Fernández de Lis y Miguel Jiménez** del servicio de estudios del BBVA se atreven a explicar qué hay de nuevo, de diferente, en una crisis soberana en un país de la Unión Monetaria Europea. Parten de una afirmación provocadora, el euro ha sido víctima de su propio éxito; un proyecto político que funcionó bien durante una década pero que adolecía de evidentes errores de diseño –hay una extraña unanimidad al respecto entre todos los colaboradores de este libro– y que fue también cercenado por el incumplimiento sistemático de las pocas políticas comunes existentes; las dirigidas a garantizar la disciplina fiscal y a aumentar la flexibilidad interna y la sincronización cíclica necesarias para que la Euro Zona se asemejara a un área monetaria óptima. Un error colectivo al que también ha contribuido la asimetría de la disciplina de mercado, que avaló y condonó todos los excesos en los países del euro hasta que a raíz del estallido de la crisis internacional y la explosión de la aversión al riesgo se renacionalizó el acceso a la liquidez en el mercado interbancario.

Las dificultades de financiación externa se tradujeron muy rápidamente en crisis soberanas en el área euro porque «en su seno los mercados solo contemplan dos eventos: pago o impago» mientras que en los países con moneda propia existe una tercera posibilidad la dilución mediante la inflación. Y ésta es la gran diferencia en el área euro, diferencia que convierte en destabilizador el debate sobre la quita más o menos voluntaria de la deuda, llamado eufemísticamente participación del sector privado en la resolución de la crisis. Porque a diferencia de los casos anteriores, notablemente el argentino, se trata de deuda emitida en jurisdicción propia (la Euro Zona), denominada en la propia moneda (el euro) aunque sin capacidad de emisión autónoma, y comprada por residentes (de la Unión Monetaria Europea no del país). La confusión



deliberada de los mensajes lanzados por la autoridad monetaria única, la cacofonía de las señales políticas con la flagrante ausencia de una autoridad única para la Euro Zona, la exasperante lentitud y la evidente incapacidad para adoptar y mantener posiciones comunes han conspirado para «crear una nueva clase de activos que no es ni deuda doméstica ni deuda externa con una base de inversores muy limitada». Una clase de activos con una vida muy efímera, nos atrevemos a añadir siguiendo el espíritu de los autores que concluyen apelando a avances en la unión política. Y una base inversora no solo pequeña sino en franca regresión. Confusión que se ha extendido a la naturaleza del riesgo soberano en la Euro Zona y que se ha traducido en una enorme volatilidad de precios.

## 2. LA ARQUITECTURA ACTUAL DEL EURO Y ANÁLISIS DE LAS DISTINTAS CRISIS NACIONALES

Comienza este apartado con un capítulo que busca en la historia de la construcción monetaria europea algunas de las claves de la crisis actual y de sus posibles soluciones. **Román Escolano**, Técnico Comercial del Estado, sitúa en el fracaso del Sistema Monetario Europeo el origen de la Unión Monetaria, pues demostró que la autonomía de acción en política económica era, ya entonces, en la práctica nula. «Una autoridad monetaria única e incluso una moneda común significarían políticamente recuperar soberanía», una frase que evidencia cuán lejos está hoy el debate político en Europa de los años felices del euro-optimismo. Nos recuerda también el plácet francés a la reunificación alemana a cambio del abandono del omnipotente marco. Un acuerdo, conviene tenerlo en cuenta, que Alemania solo aceptó con la garantía escrita de que los elementos definitivos de la arquitectura monetaria europea fueran de inspiración germánica, de que el BCE fueran una réplica del Bundesbank, de que su objetivo central y casi obsesivo fuera la inflación y de que una de las variables instrumentales centrales fuera el control del cre-

cimiento del crédito<sup>6</sup>. Una obsesión anti inflacionista que no era ajena a la época en la que se forja el Tratado de Maastricht, 1991, la era dorada de la teoría monetaria y los bancos centrales que parecían haber conseguido dominar definitivamente el ciclo económico; una época en la que hablar de estabilidad financiera, crisis sistémica o supervisión macro prudencial era una rareza. No es pues de extrañar que el Tratado fuera parco en cuestiones relativas a la supervisión, una labor considerada menor y sin riesgos. Pero no cabe olvidar que ya en 1988 el Informe Dèlors otorgaba un papel principal al Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) en la supervisión bancaria en la Zona Euro. Concluye este capítulo de manera rotunda afirmando que con independencia de la explicación histórica de algunos fallos institucionales en el diseño del euro, la crisis de la deuda soberana europea indica que ha llegado la hora de la reforma de los Tratados.

El siguiente trabajo, de **David Martín Heredero** y **Antonio Cortina** del Servicio de Estudios del Banco Santander, completa el anterior, «el cuestionamiento de la solvencia de una parte de los Estados Miembros de la UEM exige para su resolución avanzar en el proyecto de integración en Europa con determinación». Comparte la visión de consenso de los errores de diseño, pero pone el énfasis en los errores de aplicación. Hasta 2010, es decir antes de que la crisis castigara con virulencia las cuentas públicas de todos los países europeos, se habían observado 97 casos (país año) de déficit público por encima del 3% y nunca se había impuesto una sanción. Tras repasar las distintas medidas adoptadas en la Unión, concluyen los autores que el activismo exhibido ha erosionado la base contractual de la UEM y su arquitectura institucional, sin haber conseguido afrontar con determinación los problemas ni restaurar la confianza de los mercados. Urgen cam-

<sup>6</sup> Idea que está en la base del segundo pilar de la política monetaria del BCE y que fue duramente criticada porque le alejaba en su concepción original de la moda de los objetivos puros de inflación al uso en los años noventa. Pero un instrumento que hoy, tras la burbuja financiera, se ha visto reivindicado y se ha vuelto a convertir en elemento central de la estrategia monetaria de todo Banco Central.



bios en el corto plazo, en concreto la participación voluntaria del sector privado en la reestructuración de Grecia y la ampliación definitiva de la Facultad Financiera de Estabilidad Financiera, conocida por sus siglas en inglés EFSE, aprobada en la Cumbre de julio de 2011. Y cambios en el medio plazo, un avance importante en el marco de la gobernanza europea para moverse decididamente hacia una «Unión de Transferencias con límites explícitos a la soberanía fiscal y la creación de un ministerio de Finanzas de la Unión». Surge así por primera vez en este libro el Ministro de Europa que se está convirtiendo rápidamente en un clásico de los economistas tras su lanzamiento original, no exento de polémica, por el entonces gobernador Trichet con motivo de su aceptación del Premio Carlomagno a la construcción europea en un discurso interpretado unánimemente como su testamento político.

Los siguientes seis capítulos están dedicados al análisis de los problemas específicos de los países de la Euro Zona que han sufrido una crisis soberana reflejada en sus manifestaciones típicas de pérdida de confianza, sequía abrupta de capitales, planes de ajuste fiscal y aceleración de sus programas de reformas estructurales. Tres de ellos dedicados específicamente al caso español del que por razones obvias se ha querido presentar una visión más completa, macroeconómica, financiera y de mercado. Ciertamente, falta Italia; su ausencia responde no tanto a un error de previsión como a la idea de que su inclusión no aporta nada nuevo, ni respecto al origen de la crisis ni a sus posibles soluciones, tanto desde la perspectiva europea como española; Italia no es en sí mismo un caso analíticamente diferente a ninguno de los tres anteriores. Aunque es obvio que el tamaño importa y la extensión de la crisis a este país supone un hecho cualitativo relevante, probablemente la manifestación más significativa del cambio en la perspectiva de los inversores desde el verano; tanto por el tamaño de su mercado de deuda pública como por las implicaciones políticas, al tratarse de un país socio fundador de la Unión Europea.

La crisis griega es en su origen un problema fiscal, producto de años de ocultamiento sistemá-

tico pero también de ceguera voluntaria por parte de la Unión. Lo significativo, lo relevante, no es que Grecia haya podido multiplicar por tres su déficit público sino que lo haya podido ocultar durante tanto tiempo. Lo que refleja la necesidad de la Unión de contar con mecanismos de inspección fiscal permanentes, de corrección de desequilibrios ex ante y de sanciones automáticas, preferentemente preventivas, creíbles y eficaces. La evolución de su programa de ajuste –una sucesión de voluntarismo y objetivos incumplidos– y la necesidad recurrente de fondos adicionales, ilustra perfectamente los problemas de estos programas de rescate. Dificultades que no son específicas de Grecia, sino que son de hecho comunes en los programas del Fondo Monetario Internacional en los que nos es inusual la revisión de las metas y de las necesidades de financiación, habitualmente al alza y más si se tarda en recuperar la confianza del mercado. El problema es, una vez más, que la Euro Zona no cuenta con un procedimiento establecido para lidiar con estas dificultades; un procedimiento que evite que cualquier incidente en lo que ha de ser necesariamente un proceso largo, complejo y no lineal, pueda resultar en una crisis política e institucional, y no solo económica, al requerir una nueva unanimidad y poner en cuestión la misma Unión Monetaria.

Grecia es analizada en detalle por **Antonio García Pascual** y **Piero Ghezzi**, de Barclays Capital, que hacen un exhaustivo y muy bien documentado repaso de los orígenes del déficit fiscal y de los sucesivos y fracasados programas de rescate de la llamada troika: FMI, Comisión y BCE. En su opinión, el país heleno ha alcanzado a finales del año 2011 un punto en el que, con cualquier supuesto macro razonable, la deuda pública crecerá más rápidamente que el Producto Interior Bruto, esto es, la dinámica de la deuda ha entrado en una trayectoria explosiva de muy difícil retorno. En estas condiciones, la consolidación fiscal por ambiciosa que sea, no puede cubrir la brecha de financiación del país. Hace falta una amplia reducción del stock de deuda. La Unión Europea ha ofrecido un 50% en la última Cumbre de octubre pero aún así, en las pro-



pías cifras del FMI, el ratio deuda/PIB no bajaría del 160%. Pero para estos autores, incluso en este escenario post-reestructuración, «no hay ninguna garantía de que el gobierno griego tenga éxito en su doble estrategia de restaurar la solvencia fiscal y cerrar la brecha de competitividad». Para ponerle cifras a la magnitud del reto económico que tiene ante sí el nuevo gobierno tecnócrata heleno, y a la precariedad de su equilibrio político, se presentan distintos escenarios de reestructuración que dan una buena idea de las dificultades futuras. Son éstos números los que explican la complejidad de la negociación de Grecia con sus acreedores. Pero aún en estas condiciones, no hay duda de que Grecia estaría mejor dentro de la Unión Monetaria que fuera porque los daños asociados a su exclusión serían muy severos y sobre todo permanentes. Grecia podría convertirse en un Estado fallido al margen de la institucionalidad europea.

La crisis bancaria irlandesa es analizada desde una perspectiva diferente por **Ignacio de la Torre**, IE Business School y socio de Arcano asesores financieros. Sitúa el origen de la misma en la conjunción de un entorno macroeconómico conducente a una expansión crediticia espectacular, una gestión cortoplacista de la actividad bancaria y una pésima supervisión bancaria. Desde la macro, el origen está en la entrada de Irlanda en el euro que si bien, y junto a la creación de un entorno regulatorio especialmente atractivo para los negocios, le permitió vivir su particular milagro económico y llegar a ser el segundo país por renta per cápita de la Unión, le condujo también a una espectacular burbuja inmobiliaria, particularmente en el sector no residencial, y a una progresiva pérdida de competitividad exterior al abandonarse la moderación salarial y ceder a la ilusión fiscal del ladrillo. En la parte bancaria, las causas están en expansiones continuas de balance a ritmos de dos dígitos, concentración en el riesgo inmobiliario y enorme dependencia de la financiación mayorista con ratios del 200% –muy por encima del nivel español que se sitúa en el 150%– todo ello agravado por una competencia feroz. Y por último una supervisión «*light touch*», claramente inútil para evitar una catástrofe ban-

caria previsible, de la que no solo responsabiliza a las autoridades locales sino también a los organismos supranacionales que pecaron de complacencia culpable. Si el análisis del autor es crudo y descarnado, las lecciones que obtiene son aún más jugosas: (i) la política fiscal de los distintos países ha de ser auditada por un organismo técnico externo; (ii) el déficit de cuenta corriente ha de conllevar mayores exigencias de capital y de liquidez para las entidades financieras del país en cuestión; (iii) la supervisión bancaria ha de ser intrusiva, extensiva y armonizada para toda Europa; y por último, (iv) los problemas de incentivos obligan a que «se tipifiquen como delito actuaciones bancarias que conlleven, a) la toma de decisiones que busquen incrementar la rentabilidad a corto a costa de incurrir en un grave riesgo a largo plazo, b) la acción manifiesta de una vez identificados dichos problemas, ocultarlos contablemente, y c) que como consecuencia de lo anterior, la institución financiera haya de ser rescatada directa o indirectamente con dinero público del depositante».

**José Luis Martínez Campuzano**, estratega de Citi en España, analiza a continuación la situación portuguesa desde dos premisas generales: se trata de una crisis de exceso de endeudamiento de todos los países desarrollados y la Euro Zona y tiene buenos indicadores agregados, pero el mercado premia o castiga las diferencias por países. Portugal no es un caso de mala gestión fiscal como Grecia –su déficit primario es la tercera parte del español por ejemplo–; ni de burbuja inmobiliaria y de crédito como Irlanda –el Banco de Portugal ha sido especialmente incisivo al advertir y tratar de prevenir de los riesgos financieros de una crisis soberana–. Portugal tiene un problema crónico de falta de crecimiento, una media del 1% anual en la década prodigiosa de la economía europea anterior a la crisis, ampliando su diferencial de renta per cápita; una incapacidad crónica producto de una estructura económica y social anquilosada heredera de la revolución de los claveles. El caso portugués no es tanto un problema de diseño de la Unión Monetaria como de funcionamiento, de falta de mecanismos de premio o castigo para las reformas que





maximizan la productividad y la competitividad externa de una economía. Sobre todo en ausencia de una perfecta movilidad laboral que por otro lado plantearía importantes problemas sociales y políticos en la Zona Euro. Portugal es una manifestación explícita de que la crisis de la deuda soberana europea no es solo fiscal sino producto también de los desequilibrios de balanza de pagos en el interior de la Euro Zona, un tema complejo al que la nueva gobernabilidad europea está también intentando encontrar solución. Por todo ello, el programa de Portugal se centra adecuadamente en las reformas estructurales y tanto la Unión Europea como el FMI se han mostrado bastante flexibles en las metas fiscales. Aún así, concluye al autor, Portugal necesita crecer y «resulta complicado que la solución a la crisis portuguesa no pase en algún momento por reestructurar su deuda, una deuda pública que superará el 140% el PIB en 2014».

Los capítulos dedicados al caso español se abren con la contribución de **José Luis Feito**, presidente del Instituto de Estudios Económicos, quien adopta una perspectiva macroeconómica tradicional para abordar la sostenibilidad de la deuda pública y privada española. Parte de que es precisamente la magnitud de ese endeudamiento conjunto en relación a sus activos financieros la responsable última de la restricción financiera que sufre nuestro país. Cuando la deuda externa neta es muy elevada, como desgraciadamente sucede en el caso español, «los mercados pueden no solo exigir la estabilización o reducción de la deuda externa neta en relación al PIB, sino una reducción absoluta, lo que exige conseguir un superávit de balanza de pagos». Objetivo ambicioso y que escasas veces ha conseguido la economía española en su historia. Pero objetivo que ha de convertirse en el elemento central de la política económica española si aspira a mantenerse y competir en el euro. En opinión del autor, para ello habría que aumentar la competitividad exterior del orden del 10%, o lo que es lo mismo, conseguir por la vía de una ambiciosa reforma del mercado de trabajo que los costes laborales unitarios relativos al promedio de la Euro Zona se reduzcan en torno a esa cifra. Desde esta perspectiva, la con-

solidación fiscal no solo es necesaria para reducir el coste del servicio de la deuda sino fundamentalmente para aumentar el peso en el PIB del sector productor de bienes y servicios comercializables. Finalmente, la competitividad externa exige reducir el consumo de energía importada por unidad de producto, lo que obliga a replantearse la relación entre fiscalidad y subsidios energéticos.

La sostenibilidad de la deuda pública y privada española es analizada por **Oriol Aspachs-Bracons, Sandra Jòdar-Rosell y Jordi Gual**, del servicio de estudios de La Caixa. Demostrar que está en una senda viable es lo que sus acreedores le están demandando a España, lo que le obliga a reducir el déficit estructural y a aumentar el crecimiento potencial; a ajuste fiscal y a reformar el mercado de trabajo. Parten los autores de la necesidad de reducir el nivel de apalancamiento, si bien gran parte del aumento del crédito experimentado desde 1996 con la entrada en el euro sirvió para adecuar su nivel a la mayor capacidad de endeudamiento de la economía, el crecimiento desde 2005 ha sido excesivo. Lo cierto es que en la actualidad la ratio de apalancamiento de la economía española se encuentra 50 p.p. por encima de la ratio sostenible a largo plazo. Si el proceso de desapalancamiento sigue el patrón marcado por otros países que han sufrido crisis inmobiliarias, la ratio descendería 21 p.p. durante 6 años. Si el patrón de desapalancamiento se parece al de aquellos episodios asociados a una crisis bancaria e inmobiliaria, el descenso de la ratio será mayor y también más duradero. En este caso la ratio de apalancamiento se situaría en el 141% del PIB en 2017, ligeramente por debajo de la ratio a largo plazo. No es evidente cual de los dos patrones seguirá la economía española. Ambos escenarios son muy distintos en lo que se refiere a la intensidad y duración del ajuste recesivo que sin duda experimentará la economía española. Es pues fundamental que se avance en la resolución de la crisis de deuda soberana europea y urgente que se aborden aquellos cambios estructurales necesarios para ganar en eficiencia. Mejoras en la productividad de la economía



no solo permitirían incrementar la producción sin requerir un mayor nivel de crédito sino que, además, elevarían el nivel de endeudamiento sostenible a largo plazo y reducirían la necesidad de despalancamiento. Esa es la conclusión del documentado y original artículo de Gual y sus colaboradores.

Nos ha parecido interesante completar el análisis del caso español, siempre delicado porque un cierto sesgo nacionalista es inevitable, con la opinión de un inversor externo. Por ese motivo le pedimos explícitamente a un analista financiero que trabaja en Londres, **Jordi Molins**, que nos diera su opinión, que tratara de contar cómo nos ven, no como quisiéramos que nos vieran o cómo creemos que nos deben ver. Su trabajo es muy original y adopta un enfoque de teoría de juegos describiendo las distintas combinaciones posibles de coordinación de políticas fiscales y monetarias tanto a escala nacional como europea con el ánimo de evitar una situación de suma negativa, una estrategia perdedora. Concluye afirmando que la combinación de una política monetaria expansiva con una política fiscal contractiva es la solución coordinada óptima al problema de la deuda cuando la prima de riesgo es la clave. Instrumentos útiles en ese proceso de generación de confianza mutua entre los gestores de ambas políticas, cuando ambas tienen además ámbitos geográficos distintos, son para el autor los límites constitucionales de deuda, las sanciones automáticas por incumplimiento fiscal, o los eurobonos. Instrumentos cuya aplicación no depende necesariamente de la voluntad española, pero que España debería apoyar y utilizar. Molins describe la situación del sistema financiero como el problema de la Santísima Trinidad: «no es posible mantener un precio alto para las carteras de crédito privado mientras el sistema financiero deba a la vez provisionarse adecuadamente, recapitalizarse y despalancarse. Algo debe ceder». Su propuesta es que el regulador del sistema financiero español debe adoptar una posición más agresiva con las provisiones bancarias. Si esto obliga a recapitalizar a los bancos españoles, bienvenido sea porque dará confianza y permitirá la recuperación del crédito.

### 3. LOS CAMBIOS INSTITUCIONALES NECESARIOS EN LA GOBERNANZA EUROPEA

La tercera parte de este libro incluye varios artículos sobre cómo arreglar los fallos institucionales en el diseño del euro que la crisis actual ha convertido en insostenibles. Fallos que eran sobradamente conocidos, tanto en el mundo académico como político, pero que la complacencia con el éxito inicial del proyecto europeo llevó a posponerlos sine die, sobre todo porque exigen voluntad política, liderazgo y sinceridad ante los ciudadanos europeos. Lo más significativo de este apartado es que existe un alto grado de coincidencia entre los distintos autores, con los matices, urgencias y enfoques particulares. Porque todos ellos coinciden en que el euro está ante su encrucijada definitiva; una encrucijada que exige mayor integración fiscal, financiera y política si se quiere evitar que la Unión Monetaria Europea sea nada más que una anécdota histórica. En esa tesis básica coinciden financieros, académicos y analistas, españoles y europeos. Si la coincidencia era grande antes del último episodio de esta crisis, Italia, es hoy aún mayor si cabe, aunque permanezcan discrepancias menores sobre la importancia del papel que pueda jugar el Banco Central Europeo en la solución definitiva al problema estructural del euro. Todos los autores subrayan la necesidad de reformular los tratados constitutivos, pero son también conscientes de la dificultad política que ello entraña y de la práctica imposibilidad de hacerlo en un tiempo que sea relevante a efectos de esta crisis. Por eso, todos entran también en la propuesta de medidas transitorias mientras se alcanza el inevitable Federalismo Europeo, en cómo engrasar el período de transición al nuevo escenario de una Unión Federal Europea y en la profundidad necesaria de la misma.

En el primer artículo de este apartado, **Guillermo de la Dehesa**, presidente del *Centre for Economic Policy Research*, transita desde una profunda crítica a la historia reciente de la Unión Monetaria al optimismo sobre su futuro en una Unión Federal Europea. Empieza con una afirmación rotunda, «las instituciones de la Unión



Europea no estaban preparadas para gestionar una verdadera unión económica y monetaria». Pese a saber que la Unión Monetaria no cumplía los cuatro requisitos básicos de un área monetaria óptima<sup>7</sup> (movilidad laboral, integración comercial, flexibilidad de precios y salarios y un fondo de estabilización común), los fundadores del proyecto siguieron adelante bajo el supuesto de que estas condiciones eran endógenas, que la propia dinámica económica con una moneda única acabaría conduciendo inexorablemente a ellas. Este optimismo constituyente, alimentado por diez años iniciales de indudable éxito, condujo al incumplimiento sistemático de las normas subsidiarias que el Tratado sí incluía, (fundamentalmente el Pacto de Estabilidad y Crecimiento) y a su posterior flexibilización cuando fue conveniente a los intereses de los grandes Estados. Cuando la crisis acabó golpeando el euro, el déficit presupuestario medio del área alcanzaba el 6% del PIB y la deuda el 85%. La crisis puso en evidencia los fallos en el diseño que durante años se quisieron deliberadamente ignorar y también, ¿por qué no decirlo?, una nefasta gestión política de la misma. Como afirma con rotundidad de la Dehesa, «todas las decisiones del Consejo de la Unión han empeorado la situación. La nefasta gestión del caso griego ha producido una crisis soberana en países solventes (Irlanda, Portugal, Italia, España) y además una nueva crisis financiera y bancaria que amenaza con conducir a una nueva recesión global».

Poner fin a esta situación es urgente y exige reformas institucionales profundas: creación de un Tesoro Europeo independiente de los Estados Miembros y responsable únicamente ante el Parlamento Europeo para construir una política fiscal única a largo plazo y sustituir progresivamente los actuales bonos nacionales por eurobonos; permitir que el BCE sea un verdadero prestamista de última instancia pudiendo incluso prestar directamente al Tesoro Europeo; convertir al

Fondo Europeo de Estabilidad Financiera en un banco –lo que le permitiría apalancarse y solucionar así su problema de tamaño–, y cuya actividad aseguraría la primera pérdida de las deudas nacionales en caso de impago y actuaría también como garantía explícita de los depósitos bancarios europeos; convertir a la Autoridad Bancaria Europea (EBA) en el supervisor único de todos los bancos europeos con actividad transnacional; y, finalmente, para que estas reformas tengan legitimidad democrática, hay que transformar el Parlamento Europeo modificando su composición para hacerlo proporcional a la población de los distintos Estados Miembros y homogeneizar los sistemas electorales. Todo un proyecto Constitucional para el Área Euro cuya ambición supera ampliamente los cambios previstos en la Cumbre de diciembre de 2011 y cuyo contenido dista mucho incluso de estar hoy en la agenda política. Un proyecto que de ser condición necesaria para la garantía de supervivencia del euro, arroja serias dudas sobre el inmediato futuro. Un futuro que se antoja pues lleno de interrogantes y dificultades.

**Karel Lannoo**, director ejecutivo del Centre for European Policy Studies, adopta un enfoque más pragmático y posibilista. Comienza describiendo las reformas puestas en marcha en la Unión Europea como respuesta a la crisis del euro; medidas preventivas y correctivas conocidas como el paquete a seis de la gobernanza macroeconómica, el pacto euro plus, y los informes del grupo Van Rompuy. Medidas que tras muchas incertidumbres y vacilaciones, son el armazón de las decisiones de disciplina fiscal y gobernanza económica adoptadas en la Cumbre de diciembre. Medidas que el autor califica de avances decididos hacia el federalismo fiscal, aunque un federalismo asimétrico donde los países deudores se ven obligados a aceptar imposiciones a sus políticas fiscal y estructural por parte de los países acreedores mientras que estos últimos siguen gozando de plena libertad económica por la ausencia de la Comisión como actor relevante en la nueva estructura de decisión económica. Un cuasi federalismo que sin embargo entiendo está lejos de poder calificarse de unión

<sup>7</sup> Tal y como fueron definidos originalmente por Mundell (1961) y desarrollados por MacKinnon (1966) y Kenen (1966).



de transferencias porque no hay garantía de mutualización de la deuda pública de los distintos Estados, ni siquiera de las de los diferentes bancos. La cuestión relevante es que en opinión de Lannoo, estos acuerdos no son suficientes para asegurar la sostenibilidad de la Unión Monetaria, ni existen mecanismos para asegurar su cumplimiento. Por eso propone algunos cambios adicionales en lo que define como una agenda pragmática: extender el mandato del BCE para incluir la estabilidad financiera; una aplicación estricta del nuevo Pacto de Estabilidad y Crecimiento con una personalidad elegida por el Parlamento Europeo como máximo responsable; un fondo de garantía de depósitos europeo y un mecanismo único de resolución bancaria. Concluye proponiendo una agenda federalista aún más amplia que incorpora incluso la integración de los mercados laborales, la armonización de los sistemas de pensiones y un mayor nivel de igualación de los sistemas impositivos.

Toda una ambiciosa agenda para construir los auténticos Estados Unidos de Europa; una agenda tan amplia como polémica y no toda ella necesaria para sostener la Unión Monetaria. Una agenda que es fiel a una forma de entender Europa, la de los federalistas centroeuropeos, que ven el euro como la oportunidad para conseguir su sueño. Pero un sueño que puede dividir al continente, como de hecho ya ha sucedido con la actitud del Reino Unido en la última Cumbre, y lo que es peor puede conducirle a la frustración porque está lejos de responder a un sentimiento o un mandato popular. Tan peligroso para la estabilidad económica y política de euro es en mi opinión quedarse corto como pasarse de frenada en la construcción cuasifederal.

**Luis Garicano y Tano Santos**, profesores en la London School of Economics y Columbia Business School respectivamente, adoptan un enfoque analítico y no institucional para llegar a conclusiones parecidas; la unión monetaria está agotada y Europa se enfrenta a una crisis existencial. Ha de decidir con urgencia un cambio radical en su diseño institucional o será el final de la Eurozona. La crisis europea, si bien hunde sus raíces en la crisis financiera americana es sus-

tancialmente distinta, precisamente porque el tamaño de los bancos afectados en relación al PIB nacional es simplemente inmenso y porque el intento de socializar pérdidas y rescatar a los bancos requería no solo un esfuerzo fiscal enorme sino que «el endeudamiento era real, no nominal», porque se daba en una moneda que no estaba bajo control nacional sino en una institución externa, el BCE que además tiene conocidas peculiaridades institucionales. Cualquier solución duradera requiere contemplar y dar respuesta a tres escenarios diferentes pero concurrentes: acabar con el status quo de inestabilidad y rescates sucesivos, convencerse de la imposibilidad de unión fiscal sin condiciones que aseguren su viabilidad y eliminen el problema del *free rider*, y evitar el abandono del euro que sería catastrófico. Una Eurozona viable exige, en opinión de ambos autores que representan un amplio consenso académico, un Fondo de Garantía de Depósitos Europeo, un mecanismo europeo de resolución bancaria incluyendo un marco común de supervisión, y un mecanismo de endeudamiento conjunto que asegure la eliminación de incentivos para la acumulación de riesgo soberano en la cartera de los bancos.

A desarrollar esta última conclusión, sin duda la más novedosa, dedican Garicano y Santos el resto de su artículo. Tras pasar revista a las diferentes propuestas de eurobonos que han proliferado últimamente, ofrecen la suya propia<sup>8</sup>. En resumen, la Agencia de Deuda Europea, ADE, compraría bonos soberanos de los distintos países miembros en una proporción determinada de antemano; bonos que utilizaría para emitir dos tipos de obligaciones. Unos bonos europeos, seguros y líquidos que denominan *ESBies* y que actuarían como un tramo senior con garantía solidaria y un segundo tipo de obligación, formado por el tramo subordinado de la cartera de bonos, cuyo precio reflejaría la posibilidad de que un Estado Miembro, que continuaría siendo

---

<sup>8</sup> Una propuesta presentado por el grupo *Euronomics* del que los autores son miembros y que puede encontrarse con detalle en su página web, [www.euro-nomics.org](http://www.euro-nomics.org)



soberano, fuera incapaz de honrar la totalidad de sus deudas. Un procedimiento ingenioso de *risk-pooling* que evitaría tener que cambiar los Tratados y no forzaría la tributación conjunta. Un mecanismo transitorio para el que bastaría con algunos cambios regulatorios en los estatutos del BCE para otorgar trato preferencial a los *ESBies* en sus operaciones de descuento y con que Basilea III aceptase darles una ponderación cero y no dársela automáticamente al resto de bonos soberanos europeos. Pero un procedimiento no exento de riesgos, pienso, porque los bonos senior podrían sencillamente cotizar en la media ponderada de las cotizaciones actuales y no como el bono alemán hoy, y lo que sería más grave, podría forzar al impago automático de los bonos subordinados al ser despreciados por los inversores que los podrían equiparar a bonos emergentes basura y les castigarían con una prima simplemente impagable.

**Jesús Sánchez-Quñones** y **Juan Carlos Ureta**, de Renta4 y la propia Fundación de Estudios Financieros, analizan la crisis desde otra óptica, desde el punto de vista de los mercados financieros. La tesis central es original y no exenta de polémica, los inversores nunca han cuestionado el euro –por lo menos hasta muy recientemente cuando en diciembre fracasó una subasta alemana, y después de que ellos escribieran su contribución– sino algunos activos denominados en euros (primero la deuda soberana de los llamados periféricos y luego los bancos de toda la Zona euro). Nunca se ha cuestionado el mantenimiento de la Unión Monetaria sino la permanencia de algunos países dentro del euro y la solvencia consiguiente de algunos bancos por su exposición a los mismos. Tesis que avalan con profusión de datos sobre la cotización del euro y con el rendimiento de la deuda alemana que ha actuado como un activo refugio. Sin embargo tal dinámica no era sostenible –los hechos últimos parecen darles la razón– y ha desembocado en una auténtica crisis financiera de forma tal que la recapitalización de la banca europea es ahora parte inevitable de la recuperación. Y concluyen, la salida de la crisis hace inevitable algún tipo de federalismo fiscal, «con la emisión de eurobonos

como fórmula de financiación conjunta para la zona», de no hacerlo así el riesgo de ruptura del euro es máximo.

#### 4. LA RESTRUCTURACIÓN DE LA DEUDA Y OTRAS SALIDAS NO CONVENCIONALES

La cuarta parte del libro está dedicada a la reestructuración de la deuda soberana, intentando aportar información y análisis útil para un evento siempre traumático y al que los países europeos, los industrializados en su conjunto, no están acostumbrados. Por ello se parte de los antecedentes más próximos y conocidos, la reestructuración de la deuda latinoamericana en los ochenta; se analizan sus peculiaridades jurídicas y sus implicaciones económicas. Por último, se discute una hipotética devaluación como una falsa alternativa a la reestructuración.

**Luis Linde**, Técnico Comercial y Economista del Estado, hace un poco de historia y nos explica el Plan Brady que puso fin a la década perdida latinoamericana. Es un precedente relevante porque de él surgieron procedimientos innovadores como el perdón parcial de la deuda, y soluciones originales como las cláusulas de acción colectiva que se han venido utilizando desde entonces y se han aplicado con variaciones en el caso griego. Hasta entonces, el enfoque tradicional del problema de la deuda soberana era el alargamiento de los plazos de amortización, y no fue hasta el plan Baker que los períodos de gracia se incluyeron en el armazón de políticas disponibles. Pero hasta que los deudores se organizaron en una especie de cartel, el llamado Consenso de Cartagena, no hubo avances significativos en la modificación de las condiciones contractuales, en la concesión de descuentos o quitas. En 1989 el gobierno norteamericano ofrece a Argentina, y posteriormente lo extiende a otros muchos países, un plan que apoya acuerdos voluntarios de reducción de deuda e incorpora financiación adicional de los organismos internacionales, en concreto el FMI, a esos países para implantar reformas de mercado y adquirir ins-



trumentos financieros que sirvan de garantía de los nuevos créditos. Con este plan, «la teoría y la práctica de la restructuración de la deuda soberana pasa de un enfoque de liquidez a otro de solvencia, de balance financiero del sector público deudor y de dinámica de la deuda». Surge así el problema de la sostenibilidad de la deuda como un concepto clave en cualquier acuerdo. Un concepto que domina el debate actual y centra parte del análisis técnico en la consecución de un necesario superávit primario. Pero que al hacerlo, en nuestra opinión, pone el dedo en la llaga de la distribución del ajuste entre acreedores, deudores públicos o privados, y contribuyentes del país en cuestión. Trilogía de interesados a la que en el caso europeo hay que añadir un cuarto afectado potencial, el contribuyente europeo no nacional del país en crisis.

**Rosa Rodríguez**, *off-counsel* de Baker and McKenzie, analiza los aspectos legales de la restructuración subrayando la limitación de los mecanismos jurídicos de que dispone el acreedor para lograr que el deudor cumpla sus obligaciones contractuales y la inexistencia de un marco jurídico concreto que regule la restructuración colectiva de la deuda soberana. Si bien es cierto que no existen en las legislaciones nacionales de los países avanzados excepciones que permitan al Estado modificar unilateralmente sus obligaciones contractuales como deudor soberano, la inmunidad de jurisdicción impide al Estado ser demandado o sometido a juicio en otro Estado, y la inmunidad de ejecución impide que los bienes del Estado extranjero puedan ser objeto indiscriminado de medidas coercitivas. Aunque la interpretación predominante ha ido derivando hacia una inmunidad restringida en ambos casos, restringida a actuaciones específicas fuera del ámbito de lo mercantil, lo cierto es que el mayor problema de los acreedores que recurren al litigio no es lograr que el Tribunal reconozca su derecho, sino la ejecución de ese fallo, al ser muy limitadas las ocasiones en que un tribunal extranjero ha adoptado medidas cautelares sobre bienes del deudor situados en su territorio. Así pues, «en la práctica, los acreedores que acuden a la vía judicial no obtienen mejores resultados que los que

han llegado a un acuerdo voluntario de restructuración con el deudor soberano». Este hecho explica que sin existir procedimiento regulado alguno, ni de obligado cumplimiento, estos acuerdos entre país deudor y acreedores dispersos sean tan populares y tan escasos los acreedores que los impugnan, los llamados fondos buitres que esperan obtener un fallo favorable y ejecutable comprando los activos fallidos a descuentos muy importantes.

**Ángel Ubide**, de Tudor Investment y el Peterson Institute of Economics, adopta un enfoque radicalmente diferente al considerar que «la decisión de las autoridades europeas de involucrar al sector privado en la financiación del paquete de ayuda a Grecia ha creado una duda fundamental sobre la voluntad y la capacidad de los gobiernos europeos de pagar sus deudas». Como apoyo de esta tesis muestra que los spreads de España se hicieron insostenibles no con el rescate de Grecia en febrero sino cuando se aprobó el EFSF en mayo. Una decisión que ha convertido los mercados de deuda soberana europea en mercados de crédito, una transformación fundamental que hace pro-cíclica a la política fiscal y acelera la recesión, y adicionalmente deteriora la estatura geopolítica de la Zona Euro. En estas condiciones, los países periféricos han caído en un *sudden stop*, un frenazo brusco y repentino de la financiación exterior, que se traduce en un aumento significativo de la preferencia por la liquidez. Es más, Ubide llega a afirmar que la Zona Euro ha dejado de funcionar como tal al cortarse los flujos internos, transnacionales pero europeos, de financiación. Para cambiar el sentimiento del mercado el autor pide explícitamente un pronunciamiento formal que aclare definitivamente que ningún país va a salir del euro, algo que tímidamente se intentó hacer en diciembre; la creación de un Consejo Fiscal con derecho de veto sobre los presupuestos de los países que estén en procedimiento de déficit excesivo, lo que permitiría la emisión de eurobonos, algo parecido a lo aprobado en ese mismo Consejo pero sin eurobonos; y dejar de hablar de la recapitalización de los bancos europeos como consecuencia de la crisis soberana, porque eso equiva-



le a reconocer que son activos de riesgo, mensaje que la EBA no ha hecho suyo aunque ha suavizado en tono. La lectura de este artículo deja una sensación amarga porque pone de manifiesto que la Unión Europea ya ha llegado tarde para evitar convertir su deuda pública en activo de riesgo, no acaba de entender la naturaleza de la crisis y sigue adoptando en Cumbres europeas posteriores a la redacción de este artículo, muchas decisiones que pueden ser contraproducentes. La Europa periférica, un término impreciso que cada semana incluye nuevos países, se ha convertido en una economía emergente y su deuda periférica en un activo de riesgo. Revertir esa tendencia no será rápido ni sencillo. Requerirá capital político, financiación de los Estados solventes y conocimiento de mercados para incluirlos en la solución.

Un libro sobre la crisis del euro no podía terminar sin estudiar las posibles consecuencias de una ruptura traumática de la Unión Monetaria. Por eso le pedimos a **Eduardo Levy**, profesor de la Universidad Torcuato di Tella y colaborador de la Brookings Institution, que escribiera un artículo sobre el camino de la devaluación desde la experiencia argentina, aún conscientes de que los paralelismos son solo limitados. Sus conclusiones son de lectura obligatoria para los que creen en una salida sencilla del corsé monetario. «Una salida del euro solo puede ser contemplada como último recurso, en ausencia de una unión fiscal con riesgo soberano solidario y gestión centralizada del crédito público». La deseurización conllevaría necesariamente la suspensión de pagos externos del país en cuestión, la quiebra de su sistema bancario, la imposición de controles de capital y de restricciones de liquidez significativos. Más aún, en los países europeos no hay razones para confiar en una devaluación expansiva porque no son países exportadores de productos primarios (*commodities*) y por sus impactos redistributivos entre distintos segmentos de la población. «La única razón para salir del euro sería eliminar de cuajo el problema de la deuda externa», pero habría que preguntarse si no hay alternativas menos costosas, como la reestructuración negociada con un considerable descuento

de la deuda. Eso parecen haber entendido todos los países europeos, aunque es cierto que después de haber coqueteado con el abismo durante demasiado tiempo. Por eso están dispuestos a soportar importantes costes con tal de mantenerse en la Euro Zona. Costes económicos, en términos de actividad y empleo, y costes políticos. Porque si ajustarse y cumplir las estrictas condiciones de pertenencia a una moneda común dominada por la estabilidad alemana es duro, más frío hace fuera.

## 5. UN DECÁLOGO DE CONCLUSIONES

La crisis de la deuda soberana europea es compleja y debe abordarse desde numerosas perspectivas complementarias, políticas y geopolíticas, macro y microeconómicas, de balanzas fiscales, de Balanza de pagos y de balances financieros, desde la óptica legal y desde la operativa de los mercados. Todas ellas se han intentado cubrir en este libro y hacer un resumen operativo es difícil por injusto y por simplificador y porque los autores no siempre coinciden entre sí. Pero se ha intentado a modo de decálogo a tener en cuenta; un decálogo salpicado inevitablemente de preferencias propias.

1. Es una crisis de la Unión Monetaria Europea y habría de producirse antes o después. El diseño institucional del área euro estaba incompleto y no disponía de instrumentos para evitar la acumulación de desequilibrios internos: fiscales, de crédito o de déficit exterior. Más aún, los escasos instrumentos de que disponía, el Pacto de Estabilidad y Crecimiento y la política financiera macro prudencial, fueron ignorados deliberadamente o simplemente no fueron desarrollados convenientemente. Se pecó de complacencia en los años buenos y el ajuste será ahora necesariamente mayor.

2. Su solución exige cambios políticos e institucionales y cambios en la forma de organización económica en el área euro. El Consejo de la Unión ha dado pasos tardíos y tímidos en la dirección correcta pero serán necesarias nuevas reformas. A medio plazo un cambio en los Trata-



dos parece inevitable, pero mientras llega habrá que extremar la creatividad en la búsqueda de soluciones políticas operativas porque los mercados financieros no pueden esperar. Los cambios habrán de afectar a la gobernanza fiscal y monetaria, a los procedimientos de toma de decisiones, a la disciplina fiscal y a la actuación y mandato del propio Banco Central Europeo. El procedimiento comunitario habrá de reforzarse, aunque las decisiones hasta ahora adoptadas apuntan más hacia acuerdos intergubernamentales que refuerzan el control de la Zona Euro por parte de su núcleo duro. Estas soluciones asimétricas son políticamente insostenibles en una Europa democrática.

3. El mantenimiento de la Unión Monetaria exige mayores niveles de coordinación fiscal para evitar las externalidades que la crisis ha puesto en evidencia. La disciplina fiscal no puede imponerse ex post mediante sanciones; por muy automáticas que éstas pretendan ser nunca serán creíbles salvo que se acepte la sanción última, la potencial expulsión del área euro de los incumplidores sistemáticos y recalcitrantes. Pero incluso ésta posibilidad es contraproducente, pues su mera existencia no permitirá reducir los diferenciales de la deuda de países en dificultades a niveles sostenibles y puede por tanto convertirse en una profecía autocumplida. La Unión necesita reglas preventivas que eviten la acumulación de déficits públicos antes de que estallen. Esa reglas solo pueden traducirse en una especie de aval a los presupuestos nacionales previo a su aprobación por los respectivos Parlamentos nacionales. La concesión de este aval debería traducirse en una garantía solidaria europea de financiación.

4. Cumplir las reglas fiscales tiene que tener la contrapartida de la protección conjunta. Algún grado de mutualización de la deuda europea emitida en cumplimiento de los objetivos fiscales europeos es no solo deseable sino inevitable. No hay Unión política que funcione sin un elemento de solidaridad sin un acierto nivel en transferencias. Solo así sería posible conseguir el apoyo social y político a una cesión de soberanía semejante a la que se plantea para hacer viable la

Unión. Pero la ingeniería financiera, manifestada en formas creativas de eurobonos para la deuda futura, no evita la necesidad de una decisión previa: qué hacer con el problema heredado; cómo resolver el exceso de deuda de algunos países. La asunción de pérdidas para los acreedores es tan inevitable como el ajuste fiscal para los países deudores y ha de ser previo –y su cumplimiento garantizado– a la petición de participación del contribuyente europeo.

5. El alumbramiento de una nueva Unión Monetaria habrá necesariamente de coexistir con la intervención más o menos explícita de algunos países durante un cierto tiempo. Conviene por tanto que las reglas de esta intervención sean claras, transparentes y comunes para todos. En este sentido, es urgente no solo ampliar el Fondo Europeo de Estabilidad –en sus dos versiones de fondo transitorio, el EFSE, y permanente, el Mecanismo Europeo de Estabilidad– sino sobre todo precisar sus modalidades de financiación y acceso. Las condiciones y compromisos que asumen los países que a él accedan no pueden estar sujetas a negociaciones bilaterales ad-hoc. Parte constitutiva de este nuevo marco de reglas de juego es la eventual participación del Fondo Monetario Internacional en los mecanismos europeos de solidaridad y rescate. Participación que urge definir y precisar para acabar con el efecto estigma tradicionalmente asociado al mismo.

6. La coordinación fiscal ha de respetar el principio de subsidiariedad. Cada país debe ser soberano para alcanzar los objetivos fiscales acordados solidariamente por los Estados Miembros de la forma que considere más oportuna y acorde a sus objetivos. La razón última de la necesaria coordinación fiscal no es la reparación ni el afán justiciero, sino limitar la externalidades, evitar hacer recaer costes imprevistos sobre el contribuyente europeo no nacional. A estos efectos, solo son relevantes el tamaño del déficit público –primario y global–, el tamaño y evolución de la deuda y el crecimiento del gasto nominal. Magnitudes éstas que son siempre controlables por el gobierno de turno, con mayor o menor coste político, y que pueden alcanzarse con combina-





ciones de ingresos y gastos públicos muy diferentes. Cada país debe permanecer libre y autónomo para elegir su estructura fiscal y sus preferencias de gasto. No hay modelos superiores, sino que estos responden a las preferencias sociales y a las circunstancias y realidades económicas y productivas de cada país.

7. Europa está endeudada en exceso. Ha disfrutado de una prima de credibilidad que le ha permitido pensar que se había liberado de la restricción externa y que la financiación estaba siempre garantizada. Pero ese plus de credibilidad ha desaparecido de manera irreversible. Por la crisis financiera internacional, por errores propios en la gestión de la propia unión monetaria y también por razones estructurales de fondo que tienen más que ver con la globalización y con la pérdida de peso económico en el mundo. Esta realidad implacable obliga a la consolidación fiscal y a la reducción de la dependencia del ahorro externo, aún antes de tener en cuenta las importantes contingencias derivadas del envejecimiento de la población. Deberíamos por tanto hablar menos de crisis y más de un nuevo escenario que exige nuevas respuestas políticas, bancarias y empresariales, porque sencillamente habrá menos capital disponible para toda Europa. Aún menos para la Europa periférica, que nos guste o no se ha convertido en una nueva clase de activo cuya base inversora habrá que definir, mimar y alimentar.

8. La Zona Euro comparte una moneda y una política monetaria común pero no es un espacio financiero integrado. Dar pronta respuesta a ese fallo de diseño es parte constituyente de la solución a la crisis del euro y contribuiría a evitar el bucle melancólico de crisis financiera – crisis soberana. Los pasos dados hasta ahora, los dos ejercicios de stress test bancarios y la recapitalización forzosa de la banca para cumplir el ratio del 9% de capital junto con la decisión de castigar las tenencias bancarias de deuda soberana, son pasos erráticos y discutibles. El camino obvio está escrito y hay amplio acuerdo. Hace falta desnacionalizar la política de regulación y supervisión financiera centralizándola en alguna agencia europea, sea el BCE, la EBA o incluso el EFSF; establecer un mecanismo europeo único de intervención, reso-

lución y liquidación bancaria que evite la competencia desigual, el arbitraje regulatorio y la defensa de los campeones nacionales; y crear con urgencia un mecanismo europeo de garantía de depósitos con financiación, cobertura y gestión europea. Con la crisis, el espacio financiero europeo ha dejado de existir o se ha visto seriamente dañado; ha desaparecido el mercado interbancario y la financiación empresarial se ha vuelto a nacionalizar. Poner fin a esa tendencia explosiva obliga a acelerar la agenda financiera única. Resulta sorprendente la resistencia a ceder soberanía en un ámbito tan alejado de las preocupaciones electorales de los ciudadanos, lo que alimenta el escepticismo respecto a un proceso dominado por élites que se resisten a ver mermado su poder.

9. El Banco Central Europeo, con su decisión de garantizar liquidez ilimitada a tres años, ha accedido finalmente a convertirse en prestamista de última instancia del sistema financiero europeo, como era su obligación y como hace todo banco central moderno. Pero entendemos que extender esa función a los deudores soberanos –a los gobiernos del área euro y por qué no ya puestos a los entes subnacionales como Comunidades Autónomas o Ayuntamientos- para garantizar no solo su liquidez sino la solvencia de los mismos o la de todas y cada una de las instituciones financieras del área euro, sería un trágico error. El BCE tiene un papel muy importante que jugar para financiar la transición, para asegurar que la impaciencia de los mercados no acaba con el proyecto de construcción europea mientras se aplican las decisiones que darán lugar a una Unión Monetaria que se parezca más a una área monetaria óptima. Pero al hacerlo no puede ni debe arruinar su credibilidad, ni renunciar a su naturaleza. El BCE es heredero legítimo del Bundesbank por decisión colectiva, no por imposición, porque se entiende que la estabilidad monetaria y financiera es la principal contribución de la autoridad monetaria a la estabilidad y el crecimiento económico. No debe renunciar a ello y nunca los alemanes aceptarían que lo hiciera, conviene no olvidarlo cuando se le pide lo imposible.

10. La sostenibilidad de la deuda europea es en última instancia un problema de crecimiento,



como sabe todo el que haya tenido que enfrentarse alguna vez a un problema de esta naturaleza. Solo si Europa, si los países de la Europa periférica hoy y los centrales mañana, son capaces de crecer superarán sus problemas de credibilidad, capacidad y voluntad de pago y el euro gozará de la estabilidad definitiva; solo entonces se dejará de hablar de su supervivencia y los diferenciales volverán a niveles razonables que nunca serán los mismos niveles irracionales de antes de la crisis. Crecer requiere reformas que aumenten el producto potencial y no más gasto público. La dicotomía ajuste o expansión es falsa; la realidad inevitable es ajuste más reformas. En todos los países periféricos, y con más intensidad en aque-

llos que tienen un problema de competitividad como España, el ajuste necesario para devolver la credibilidad a las cuentas externas conlleva al menos una parte tan importante de reformas productivas como de ajuste fiscal. Esta es la última y definitiva lección de la crisis, si una economía deja de crecer se agravan todos los problemas y las dudas sobre su capacidad de pago serán inevitables. Más aún en una Unión Monetaria donde no existen las salidas falsamente expansivas a corto plazo como la devaluación.

Fernando Fernández,  
*Madrid, 20 de diciembre 2011*

**PARTE I.**

**PROBLEMAS CONCEPTUALES**

