



CAMBIOS INSTITUCIONALES NECESARIOS EN EL ÁREA EURO

Guillermo de la Dehesa

Presidente del Centre for Economic Policy Research, CEPR, Londres

INTRODUCCIÓN

Desde que empezó a hablarse de una unión monetaria dentro de la Comunidad Europea a finales de los años ochenta, surgió una elevada cantidad de artículos y papers explicando las dificultades de implantarla y enumerando las condiciones necesarias para que pudiese funcionar (Giavazzi, Micossi y Miller, 1988) (Fratiani y von Hagen, 1992), (de Grauwe, 1992), Ya entonces, en un artículo mío con Paul Krugman (de la Dehesa y Krugman, 1992) señalábamos que nuestra mayor preocupación era que las instituciones de Comunidad Europea no estaban preparadas para gestionar una verdadera unión económica y una unión monetaria.

No existía entonces una integración suficiente del comercio, de las finanzas y de los mercados laborales, tampoco existía una suficiente convergencia macroeconómica en términos de crecimiento, inflación y tipos de interés a corto plazo y, finalmente, las diferencias de eficiencia y de economías de escala en la producción eran demasiado elevadas para que hubiese una verdadera cohesión a largo plazo. En una situación tal era muy difícil que funcionase adecuadamente una política monetaria única con situaciones tan dispares en los países miembros.

Por todas estas razones, recomendábamos establecer un sistema de federalismo fiscal para hacer frente a los choques asimétricos que con toda seguridad afectarían muy duramente a algunos de sus países miembros por varias razones:

Primero, por la falta de integración de los mercados laborales, que se encontraban en un proceso de total euro-esclerosis (y algunos como España no la ha superado todavía del todo).

Segundo, porque la integración desataría las economías de aglomeración y de escala y una fuerte especialización hasta que hubiese una concentración de la actividad industrial y tecnológica en clusters especializados en unos pocos países miembros, como había ocurrido ya en Estados Unidos.

Tercero, porque la integración de los mercados de capital, entre países con distintos niveles de tecnología y eficiencia podría llevar a que el capital fluyera desde los países miembros menos desarrollados hacia los más avanzados ya que los salarios más bajos en los primeros serían más que compensados por su baja productividad reduciendo, en lugar de aumentando, la cohesión.

Cuarto, la falta de integración o movilidad laboral, podría hacer que, como los trabajadores con mayor nivel de conocimientos son los más móviles, podría terminarse dándose el mismo caso que con el capital, que los trabajadores más productivos se desplazarían desde los países más pobres a los más ricos, reduciendo todavía más la cohesión a largo plazo que se buscaba con la integración.

ÁREAS MONETARIAS ÓPTIMAS

La primera dificultad era que la Unión Europea no era (ni es todavía) un «área monetaria ópti-



ma» (OCA en inglés), en el sentido establecido por el premio Nobel de Economía Robert Mundell (1961), así como Ronald MacKinnon (1963) y por Peter Kenen (1969) que conocían muy bien que era una unión monetaria y cómo funcionaba en países como Canadá y Estados Unidos, que eran áreas monetarias óptimas.

Para que un área monetaria sea óptima tenían que darse, como mínimo, cuatro requisitos básicos:

Primero, el mercado laboral tendría que ser único en el sentido en que las reglas laborales fuesen las mismas y la movilidad de los trabajadores fuese muy elevada. Si un estado de EEUU o una provincia de Canadá se encuentra en recesión y con una elevada tasa de paro, sus parados se trasladan a otros estados o provincias del área monetaria en las que hay mayores oportunidades de encontrar trabajo. Asimismo, si un sector determinado sufre una caída, sus trabajadores buscan inmediatamente trabajo en otros sectores similares o reciben formación adicional para poder ejercitarlos en otros sectores diferentes.

Sin embargo, en la UE, había, y hay, una mínima movilidad laboral (2%), no sólo porque se hablan idiomas diferentes en sus estados miembros, sino porque el mercado de viviendas en alquiler es muy escaso en muchos países miembros ya que la mayoría de sus hogares son propietarios de las viviendas en las que residen, lo que restringe su movilidad. Sólo los inmigrantes son realmente móviles en la UE, pero en su mayoría están trabajando en empleos muy básicos o poco sofisticados, como la construcción, la agricultura o el servicio doméstico, los bares y restaurantes, etc.

Segundo, la integración comercial debe de ser muy elevada y la misma dosis de integración y de movilidad debe existir entre los capitales dentro de un área monetaria óptima. El mercado bancario y el financiero deben de estar totalmente integrados dentro del área para que la movilidad de los capitales sea total o muy elevada. Sin embargo, en la UE, es muy difícil que un banco o una entidad financiera de un país determinado logren implantarse directamente en otro y más todavía comprando uno nacional o local, salvo en

el caso del Reino Unido, que siendo el mayor centro financiero de la UE, ha sido siempre más abierto a la entrada de competidores.

Tercero, los precios y salarios dentro del área monetaria deben de ser muy flexibles, para poder adaptarse a los choques negativos que sufra el área o uno de sus Estados miembros. Sin embargo, salvo, de nuevo, en el Reino Unido, en la mayoría de los Estados miembros el sistema de negociación colectiva es poco propicio a dejar que las empresas tengan sus propios convenios o fijen sus salarios de acuerdo con la productividad relativa de cada trabajador, sin haber logrado antes el total acuerdo de los sindicatos, lo que siempre suele ser muy difícil de conseguir.

Estados Unidos estuvo muchas décadas del siglo XIX con una moneda única pero con un presupuesto federal mucho más pequeño que hoy y, sin embargo, hizo frente a recesiones muy serias sin graves desequilibrios territoriales ya que sus mercados laborales eran muy flexibles (Mankiw, 2010).

Asimismo, los precios públicos, siempre tienden a ser más insensibles a las fases del ciclo y a subir más rápido y en mayor medida que los privados, haciendo que, unido a lo anterior, haya una tasa de inflación ligeramente superior en el área euro que en áreas monetarias óptimas como Canadá o Estados Unidos.

Cuarto, una unión monetaria necesita una unión fiscal o al menos un gran fondo presupuestario comunitario especial para hacer frente a los choques asimétricos, es decir, a aquellos choques que sólo afectan a uno o varios países de la unión monetaria, para poder así ayudarles temporalmente y evitar que lleguen a incurrir en recesiones graves, contagiando a otros o verse obligados a dejar de pagar su deuda o incluso a salir de dicha área.

Sin embargo, en el área euro no sólo no existe un ministerio del tesoro común como en otras áreas monetarias óptimas, sino que mientras que en Estados Unidos o en Canadá su estado federal o su gobierno central tienen un presupuesto de alrededor del 25% del PIB de la unión monetaria, en la UE, el presupuesto común o comunitario es sólo del 1% del PIB, totalmente insuficien-



te para enfrentar un choque asimétrico en un país miembro mediano o grande.

En Estados Unidos, los impuestos federales recaudados en los Estados miembros oscilan entre el 12% y el 20% del PIB de cada estado y las transferencias monetarias que reciben los estados miembros del presupuesto federal oscilan entre el 9% y el 31% del PIB de los estados. En la Unión Europea, los Estados miembros contribuyen al presupuesto comunitario entre un 0.8% y un 0.9% de su PIB y reciben del presupuesto europeo entre el 0.3% y 0.5% de su PIB. La redistribución en Estados Unidos es muchas veces superior a la de la UE.

Además, los Estados miembros de Estados Unidos tienen que aplicar unas reglas fiscales mucho más duras que las que tienen los Estados miembros del área euro. En Estados Unidos, 36 Estados tienen reglas muy rigurosas de presupuesto equilibrado, 10 Estados tienen reglas menos rigurosas y 4 Estados tienen reglas más débiles. Esto hace que la deuda conjunta de los estados miembros y las corporaciones locales de Estados Unidos sólo alcanzase el 16% del PIB de Estados Unidos en 2006. (Darvas, 2010).

Esta es una de las razones por las cuales California, que representa el 16% del PIB de Estados Unidos no ha producido ninguna crisis de deuda soberana de otros Estados miembros, mientras que en el área euro, un Estado miembro, como Grecia que sólo representa el 2% del PIB del área ha causado una enorme crisis que dura ya dos años.

Finalmente, muchos economistas advertimos ya desde un principio que un área monetaria o unión monetaria, no puede funcionar sin una unión fiscal o un control centralizado muy estricto de la situación fiscal de cada país por parte de un órgano central (el ministerio de hacienda) o al menos un órgano comunitario, independiente de los Estados miembros, que tenga poderes suficientes para imponerles disciplina fiscal. De no ser así, se provocarían comportamientos generalizados de «riesgo moral» entre dichos Estados miembros, como ya ha ocurrido en el área euro, ya que en una unión monetaria, si un Estado miembro aumenta su deuda de forma despro-

porcionada, la podrá colocar sin problema entre otros Estados miembros, al ser comprada por el resto de ellos ya que es una inversión soberana con bajo riesgo de impago y sin riesgo de tipo cambio.

DISEÑO DE LA UNIÓN MONETARIA EN LA UE

A pesar de no cumplir los requisitos mencionados más arriba necesarios para el funcionamiento óptimo de un área monetaria como la europea y sin hacer caso de dichas y repetidas advertencias, los fundadores de la unión monetaria siguieron con su proyecto adelante basándose en que, para evitar los problemas señalados, especialmente el de riesgo moral, bastaría con que el Tratado de la Unión incluyese una serie de artículos tendentes a evitarlo:

Primero, introducir en el Tratado determinadas cláusulas que prohibieran: por un lado, que la unión monetaria o un determinado Estado miembro pudiese rescatar a otro (actual artículo 125 del Tratado de funcionamiento de la Unión); por otro lado, que una entidad bancaria o financiera pudiese rescatar a un determinado Estado miembro (artículo 124) y finalmente, que el Banco Central Europeo, pudiese comprar deuda directamente de un país para salvarlo de una situación de impago de su deuda (artículo 123).

Segundo, introducir en el texto del Tratado unas limitaciones al nivel máximo de déficit (un 3% del PIB) y de deuda (un 60% del PIB) permitido a cualquier Estado miembro de la unión monetaria.

Además, en lugar de crear un ministerio de hacienda común, se llegó con posterioridad y mediante un acuerdo político entre los 17 Estados miembros asistentes a la cumbre de Dublín, en diciembre de 1996, a aprobar el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (SGP, siglas en inglés), mediante el cual se establecía que aquellos Estados miembros que no cumplieren los artículos del Tratado y los límites establecidos de déficit presupuestario, medido como un exceso de gastos sobre ingresos superior al 3% del PIB en un



año determinado, estarían sometidos a un «procedimiento de déficit excesivo» (EDP, siglas en inglés) tendente a corregirlo rápidamente.

Asimismo, se obligaba a los gobiernos a mantener su deuda bruta por debajo del 60% del PIB, para lo que cada Estado miembro tendría que informar sobre el nivel de su deuda cada año a la Comisión, información que sería posteriormente trasladada al Consejo del EcoFin y al Comité Monetario. Si la Comisión encontraba que se había excedido dicho déficit, podía recomendar al Consejo la imposición de sanciones. Sólo se excluía dicho EDP si los excesos de déficit o de deuda hubieran sido el resultado de un acontecimiento ajeno y fuera del control del Estado miembro (un choque asimétrico).

Lamentablemente, cuando Alemania y Francia, sus principales promotores, fueron los que incumplieron repetidamente lo establecido en el SGP, en uno de los Consejos de 2003, no recibieron ninguna sanción o multa, por tener, entre ambos, los suficientes votos para alcanzar una mayoría y evitarlo. Dichas multas habían sido impuestas a otros dos Estados miembros que ya lo habían dejado de cumplir anteriormente (Portugal y Grecia) aunque nunca las llegaron a pagar tras tomar nota de lo ocurrido posteriormente con los dos grandes.

Es decir, paradójicamente, el SGP dejó de funcionar porque, los dos Estados miembros que lo impusieron porque querían evitar las situaciones de riesgo moral, fueron los mismos dos que lo incumplieron produciendo riesgo moral en el resto, haciendo que ya nadie lo cumpliera. Una vez que los dos Estados miembros líderes pudieron llegar a cumplirlo, se convocó otro Consejo para revitalizarlo.

El 22 y 23 de marzo de 2005, el Consejo Europeo, bajo presión de Francia y Alemania, relajó las reglas del SGP como reacción a la idea de que era muy poco flexible y con el fin de poder imponerlo sin escapatoria posible. Los límites de déficit del 3% y de deuda del 60% fueron mantenidos, ya que estaban recogidos en dos artículos del Tratado. Sin embargo, lo que se hizo fue relajar sus requisitos. Para ello, la decisión de declarar que el estado miembro había incurrido en

déficit excesivo EDP estaba basada en los siguientes parámetros:

Primero, el comportamiento del presupuesto, ajustado por el ciclo, es decir, se imponía el déficit estructural sobre el nominal. Segundo, la gravedad de la recesión y del crecimiento negativo: si caía más del 2% estaba exonerado del EDP. Tercero, si la duración del período de bajo crecimiento (sin haber crecimiento negativo) era muy prolongada también estaba exonerado del EDP. Finalmente, por la existencia de una larga lista de los llamados «factores relevantes», que, entre otros, eran los siguientes:

La posibilidad de que el déficit pudiese estar relacionado con procedimientos o medidas estructurales que intentan reducir el déficit a largo plazo (pensiones o seguridad social) o derivado de inversiones que tratan de incrementar la productividad (I+D+i) o cuando el crecimiento potencial ha sufrido una caída inesperada o a consecuencia de fomentar la solidaridad internacional (ayuda al desarrollo o cierto gasto militar con fines pacíficos o, lógicamente, la reunificación alemana) o finalmente, cuando es consecuencia de una «elevada contribución» al presupuesto de la UE para conseguir «finances de política Europea». Estos «factores relevantes» satisfacían las demandas de Alemania y Francia.

Esta reforma aligerando y ampliando las causas del incumplimiento de los límites de déficit y deuda trajo consigo que, cuando la crisis financiera golpeó a los Estados miembros del área euro, el déficit presupuestario medio del área alcanzaba el 6% del PIB, el doble del establecido en el SGP y que la deuda alcanzaba el 85% del PIB, 25 puntos porcentuales más que lo establecido en el SGP.

La reacción ante esta situación de incumplimiento, de acuerdo con el nuevo SGP, no se dejó esperar, comenzando en 2010 y finalmente cuando los Estados miembros periféricos (ahora llamados PIGS) incumplían dicho pacto, el 15 de marzo de 2011, el Consejo Europeo consiguió volver a reforzar el cumplimiento de dichos criterios de convergencia mediante un paquete de medidas que ahora intentan:

En primer lugar conseguir que los Estados miembros consigan alcanzar sus objetivos de



medio plazo (MTO siglas en inglés) para lo que se introduce una regla que establece que el crecimiento anual del gasto público de cada Estado miembro no podrá superar nunca la tasa de crecimiento de su PIB de referencia a medio plazo. Esto significa asegurar que todo incremento de ingresos no esperado, debido a un fuerte incremento del PIB por una sola vez, por un choque externo no repetible, o por una burbuja nacional, no podrá gastarse sino que tendrá que aplicarse a reducir la deuda.

En segundo lugar, dar un mayor énfasis en el criterio del límite a la deuda del 60% del PIB, haciendo que cada Estado miembro que exceda dicho porcentaje necesita tomar medidas para volver a situarlo a dicho nivel, incluso aunque su déficit sea inferior al 3% del PIB. Además, para cumplirlo debe, como mínimo, conseguir reducir su distancia respecto al 60% de su PIB de referencia sobre los tres años anteriores a una tasa anual de una veintava parte de dicha distancia.

En tercer lugar, someter a un Estado miembro al procedimiento de déficit excesivo (EDP) no sólo estará basada en esta fórmula numérica, sino también en otros factores relevantes, tales como sus pasivos contingentes o implícitos derivados de la deuda del sector privado y del envejecimiento de la población para lo que se tendrá en cuenta el coste neto de una reforma de las pensiones.

En cuarto lugar, introducir una sanción preventiva además de las ordinarias. Cuando se somete a un Estado miembro al procedimiento de déficit excesivo, tendrá que hacer un depósito sin interés del 0.2% del PIB y si no consigue los objetivos de reducción se le impone una multa y de seguir reincidiendo en dicho déficit sus sanciones van incrementándose.

En quinto lugar, añadir otra novedad interesante, para evitar lo sucedido con Alemania y Francia en 2003 que evitaron las sanciones por mayoría directa, introduciendo una regla de «mayoría inversa», mediante la cual la Comisión seguirá adelante con la sanción a menos que el Consejo Europeo la rechace por «mayoría cualificada».

Por último, introducir en el SGP otra importante novedad y es que no sólo va a tenerse en

cuenta la supervisión adelantada del déficit presupuestario y la deuda, sino también la de las mismas políticas macroeconómicas de los Estados miembros a través de un procedimiento de «excesivo desequilibrio macroeconómico». Es decir, va a supervisarse e impedir un desequilibrio entre su ahorro e inversión nacionales, o lo que es lo mismo, entre sus importaciones y exportaciones de bienes y servicios más el servicio neto de sus pasivos y activos exteriores y el neto de sus transferencias, es decir, el saldo por cuenta corriente de su balanza de pagos.

Dicho procedimiento dará al Consejo la potestad de imponer una acción correctiva si ve que un Estado miembro se dirige hacia un déficit externo y si el Estado miembro llega a reequilibrar su desequilibrio podrá cerrar su expediente y si es reincidente podrá ponerle una multa del 0.1% de su PIB que sólo podrá ser rechazado por mayoría inversa. Todas las multas que se ingresen por incumplimientos del SGP se transferirán a EFSF y al EFSM para ayudar a los Estados miembros en dificultades.

CRISIS FINANCIERA Y CRISIS DE DEUDA SOBERANA

Durante varios años, los inversores nacionales e internacionales en deuda soberana del área euro habían confiado en este diseño de unión monetaria, haciendo que se acercasen excesivamente los diferenciales de deuda de muchos de los Estados miembros a los de Alemania que han sido siempre los de referencia.

Mientras tanto, aconteció algo que ya se había advertido insistentemente, que era que una política monetaria única aplicada a Estados miembros en situaciones de desequilibrios de crecimiento, de deuda y de cuenta corriente o externos muy diferentes puede ser demasiado rígida para unos Estados miembros y al mismo tiempo, demasiado laxa para otros. Para ello, se estableció que la política monetaria única debería tener como objetivo un IPC armonizado, ponderado por el peso de cada Estado miembro en el PIB del área euro.



Durante los primeros cinco años de la introducción del euro y de la política monetaria única, la política monetaria del BCE mantuvo los tipos de intervención bajos al ser lento el crecimiento de Italia, Alemania y Francia (por este orden) ya que, al representar dos tercios del PIB del área, resultaba en unas expectativas de IPC armonizado total bajo. Esta política era correcta ya que ayudaba al crecimiento de estos tres Estados miembros con menor crecimiento, sin embargo, para el tercio del PIB restante compuesto de Estados miembros, menos desarrollados y con tasas mayores de crecimiento, dicha política resultaba muy laxa al ser sus tasas de inflación elevadas, con lo que sus tipos de interés reales eran muy bajos o cercanos a cero.

Ambos factores, bajos spreads de la deuda y tipos de interés nominales bajos y reales cercanos a cero, desencadenaron una burbuja crediticia en estos últimos Estados miembros, que fue invertida en una variedad de activos financieros y especialmente de activos inmobiliarios, haciendo que la crisis financiera sorprendiera a sus empresas, familias y bancos excesivamente endeudados.

Finalmente, tras la fuerte crisis financiera, parte de esta deuda privada pasó a ser pública al intentar sus gobiernos evitar una recesión mayor, rescatar a algunos bancos y desplomarse sus ingresos fiscales extraordinarios tras explotar dichas burbujas.

La crisis financiera primero y su impacto posterior sobre la crisis de la deuda soberana del área euro después, han puesto de relieve los fallos de diseño del área euro señalados anteriormente y ha dado finalmente la razón a todos los economistas que advertimos de sus peligros antes de que se crease la unión monetaria en 1994 y el área euro en 2000 (de la Dehesa, 1998).

Además, la gestión de ambas crisis ha puesto de relieve, no sólo la falta de gobernanza en el área euro sino también la falta de mecanismos para afrontarla y, sobre todo, una nefasta gestión política de la crisis de Grecia:

Primero, al no dejar que el FMI interviniese y ayudase a Grecia, a pesar de ser uno de sus 187 miembros, una vez que Yorgos Papandreu alertó

del estado de insolvencia de su país, al tomar posesión en octubre 2009. Se advirtió entonces a Dominique Strauss Kahn, su director gerente, que su intervención sería un estigma para el área euro. Lo peor de esta decisión es que se tomó a sabiendas de que el área euro no tenía, ni experiencia en gestión de crisis de deuda soberana, ni recursos para hacerla frente, por haberse opuesto a crear un gran fondo de ayuda a los países que habían sufrido riesgos asimétricos.

Además, los líderes del área euro habían olvidado, al tomar esa absurda decisión, que el FMI había intervenido en ayuda del Reino Unido en 1976, de Italia en 1978 y de España en 1979, entre otros Estados miembros, luego no podía tratarse de un estigma el hecho de ayudar a Grecia, que no debería haber entrado en el área euro hasta que no hubiese arreglado sus graves problemas fiscales.

Si hubieran dejado al FMI que hiciese su trabajo desde el principio, ya que tiene líneas especiales de crédito «precautorias» para hacer frente a estas situaciones, es muy probable que la situación de Grecia hubiera mejorado después de aplicarle un duro programa de ajuste fiscal y de reformas estructurales y además, este país ya habría reestructurado en el día de hoy su deuda en los mercados sin que hubiese habido ni contagio ni crisis de deuda en el resto de los Estados miembros con mejores niveles de solvencia que han sido afectados posteriormente.

Pero no fue así, como el área euro no tenía ningún conocimiento, experiencia o instrumentos para hacer frente a su situación se dejaron pasar ocho meses sin hacer nada, mientras la situación griega se deterioraba rápidamente al vender su deuda los inversores llegando a límites de insolvencia todavía superiores, hasta que, el día 11 de abril de 2010, el EcoFin propuso dar un préstamo a Grecia de 30.000 millones de euros, a un tipo de interés cercano al 5%. Por fin, el Consejo da el visto bueno al rescate de Grecia el 3 de Mayo de 2010 que Grecia recibiría el 19 de Mayo.

La reacción de los mercados fue muy negativa y en la madrugada del lunes 10 de mayo de 2010, a toda prisa, el Consejo tuvo que crear el EFSF



con 440.000 millones de euros y el EFMS con 60.000 millones de euros, antes de que abriese Tokyo a las 2 de la madrugada, ya que esperaba que pudiese producirse un «Black Monday» parecido al «Black Tuesday» del 24 de octubre de 1929 que fue el origen de la Gran Depresión.

Segundo, lamentablemente, se prohibió que la nueva Facilidad Europea de Estabilidad Financiera (EFSF, en siglas en inglés) pudiera comprar deuda de los países con problemas de solvencia o de liquidez en el mercado primario y secundario (aunque excepcionalmente, en marzo del 2011, se autorizó que comprase pero sólo en el mercado primario). Como se consideraba que había que castigar duramente a los Estados miembros «manirroto» (olvidando que sus ciudadanos y empresas habían tomado una decisión racional al endeudarse con tipos de interés cercanos a cero mientras sus salarios y beneficios crecían con la inflación nacional) sólo permitieron que el EFSF pudiera conceder créditos con tipos de interés punitivos a cinco años (al 5.8%, cuando se financiaba al 1.9%).

De esta forma, se castigaba así al país que se intentaba rescatar o salvar de su mala situación, al añadir más deuda y más cara sobre la que ya tenía, aumentando así su probabilidad de impago y olvidando que los problemas de insolvencia no se resuelven con liquidez muy cara a cinco años, sino comprándole parte de su deuda a descuento en el mercado secundario, para ayudarle a salir antes de la crisis y, cinco años después, poder venderla con beneficio una vez que su situación hubiese mejorado.

Ante esta actitud, los inversores internacionales en deuda soberana estaban cada vez más confundidos y descontaban que otros Estados miembros más iban a sufrir el mismo tratamiento punitivo, lo que les movió a empezar a vender deuda de otros estados miembros periféricos.

Tercero, todo empezó a ir todavía peor, cuando en la cumbre del Deauville de 18 de octubre de 2010, para justificar la creación de un EFSF permanente (el ESM) que entraría en funcionamiento a partir de marzo de 2013, se decidió castigar también a los inversores privados, decidiendo que, a partir de 2013, los países del área euro

emitirán su deuda con cláusulas de acción colectiva que, en caso de impago, afectarían a todos sus inversores privados que, paradójicamente, son, en su gran mayoría, los propios bancos, empresas de seguros y fondos de pensiones del área euro.

La reacción lógica de estos inversores y de los internacionales fue descontar la futura pérdida esperada en 2013, de los precios actuales del stock actual de tenencias de su deuda soberana de los países periféricos, provocando un gran desplome en todos ellos, lo que desencadenó el rescate de Irlanda el 7 de diciembre de 2010.

Cuarto, asimismo, el 10 de diciembre de 2010, y a propuesta de Sarkozy y Merkel, el Consejo rechazó la propuesta de Jüncker y Tremonti, que era la forma más sensata y eficiente de resolución de esta crisis soberana, consistente en crear un mercado de eurobonos tan profundo y líquido como el de los bonos del tesoro de Estados Unidos, con sólo el 60% de la deuda total de cada país, que es, según el Tratado, un nivel sostenible.

De haberse aprobado, se habrían evitado los crecientes ataques de los mercados, el contagio y los rescates y se habría atraído a muchos grandes inversores públicos y privados en deuda soberana triple A en dólares a invertir en euros como alternativa a su exceso de bonos del tesoro americano para evitar su creciente riesgo de cambio. Fue un rechazo incomprensible ya que las emisiones del EFSM son ya eurobonos y las del EFSF y del futuro ESM son ya cuasi eurobonos.

Quinto, el Consejo decide aprobar el 12 de Marzo de 2011 el «Pacto por el Euro» o «Euro-Plus Pact» o también llamado «Competitiveness Pact» que, primero, tampoco ha dejado que el futuro European Stability Mechanism (ESM) pueda comprar deuda en el mercado secundario, que segundo, sigue castigando al prestatario «manirroto» ahora con 200 puntos básicos de margen sobre su coste de financiación, con mayor condicionalidad y que tercero, introduce además tres cláusulas que endurecen el ESM frente al EFSF haciéndolo prácticamente inviable:

Por un lado, los créditos del FMI y del ESM tendrán prioridad de cobro sobre la deuda de los



inversores privados, es decir, serán deuda sénior, haciendo que la deuda privada pase a ser junior. Es decir, cuando un estado miembro termina accediendo al ESM toda su deuda en manos privadas deviene junior y pierde su rating. Esta decisión ha hecho que todos los inversores en deuda soberana del área euro se vieran forzados a descontar su pérdida esperada en 2013 del precio actual del stock de sus bonos soberanos, provocando otro aumento de los diferenciales, que terminó desencadenado el rescate de Portugal el 4 de mayo de 2011.

Por otro lado, establece que cada préstamo del ESM requerirá unanimidad, permitiendo así que cualquier Estado miembro tenga un veto implícito, haciendo así más improbables futuros rescates y más probables reestructuraciones a costa del inversor privado.

Por último, si la Comisión Europea y el BCE determinan que un país es insolvente, entonces el ESM dará préstamos, pero solamente si, simultáneamente, sus inversores privados también participan en los préstamos, cuando, por definición si dicho Estado miembro es insolvente, es porque estos últimos han rechazado ya refinanciar su deuda.

Esta decisión y su respuesta por parte de los inversores, unido a la decisión del Eurogrupo de 11 de Julio 2011, de aplazar, sine die, el segundo tramo de rescate a Grecia, hizo que el contagio afectase todavía más a España primero y luego a Italia que dicho día sus deudas alcanzaron los niveles máximos de spread.

Sexto, dicho «Pacto por el Euro» incluye, además de la necesidad de afrontar los problemas de deuda, también la necesidad de afrontar los problemas de competitividad de los Estados miembros periféricos. Sin embargo, calcula erróneamente la competitividad de cada Estado miembro, al utilizar sus costes laborales unitarios (CLU) comparándolos con los de Alemania, cuando este Estado miembro decidió voluntariamente entrar en la unión monetaria con un tipo de cambio del marco alemán sobrevaluado, por lo que su canciller Merkel se vio obligado, en 2007 a tener que hacer una «devaluación interna» reduciendo

los salarios nominales de los trabajadores alemanes.

El resultado ha sido que, tras el Pacto por el Euro, ningún Estado miembro del área euro es ya competitivo, al no serlo frente a Alemania y, por consiguiente, tenga forzosamente que llevar a cabo también una devaluación interna sin necesitarlo, puesto que muchos de ellos, como es el caso de España, no compiten con Alemania ni en bienes ni en servicios y ni dentro ni fuera del área euro.

Es decir, varios fallos muy graves de decisión y de gestión de la crisis de deuda del área euro han terminado desencadenando los rescates de tres de sus Estados miembros más endeudados, en lugar de evitarlos. Además, con dichos rescates, más que mejorar, han empeorado su solvencia por el duro castigo ya recibido, lo que hace que la crisis de deuda soberana siga creciendo.

Para colmo, posteriormente Alemania está forzando a Grecia para que solicite una reestructuración «voluntaria» de su deuda (lo que es una contradicción en términos), antes de aceptar que pueda ser el EFSF el que permute la deuda griega por su propia deuda temporalmente, para venderla más adelante cuando la situación mejore. Esta decisión ha provocado otra caída de los precios de los activos financieros y afectando temporalmente todavía más a la deuda española e italiana y afectando por primera vez a la de Bélgica.

En resumen, todas las decisiones que se han tomado por el Consejo han empeorado, en lugar de mejorar la situación de la crisis de deuda soberana (por evitar decir que la han provocado) ya que el Consejo ha reaccionado muy tarde y con decisiones que han ofrecido mucho menos de lo esperado, con lo que el contagio ha ido aumentando llegando a afectar incluso a países centrales del área euro, como Italia y Francia, que representan casi el 40% del PIB del área euro (de la Dehesa, 2010).

Mientras escribo este artículo la situación no termina de mejorar ya que, aunque empiezan por fin a tomarse decisiones que van en la buena dirección y que podrían calmar a los mercados, sin embargo cada dirigente de los países centrales toma posturas diferentes o muestra y explici-



ta ideas contradictorias, aumentando así la incertidumbre y los spreads de la deuda soberana afectada.

El resultado final de esta nefasta gestión de la crisis de deuda soberana por los líderes políticos del área euro ha sido que Grecia, un estado miembro que sólo representa el 2% del PIB del área euro y el 0.5% del PIB mundial, está causando una crisis casi global, lo cual es inaudito y muestra no sólo los fallos de diseño del área euro ya señalados más arriba, sino también que su sistema de gobernanza no funciona.

Primero, en lugar de ser la gobernanza del área euro crecientemente más comunitaria, está convirtiéndose de forma creciente en más intergubernamental, en la que cada ministro, jefe de gobierno o de estado dice lo que le parece, mostrando una total desunión y aumentando la desconfianza de los inversores en deuda soberana, entre los que destacan todas las entidades de crédito, seguros y fondos de pensiones del área euro.

Es decir, se dedican también a castigar a sus propios sistemas financieros lo que les costará todavía más caro a sus contribuyentes, que incomprensiblemente les apoyan al creerse la falsa idea de que «los gobiernos tienen que imponerse a los mercados», cuando resulta que los gobiernos del área euro siguen siendo nacionales mientras que los mercados son globales y no habrá forma de evitar el contagio sino se avanza hacia un gobierno fiscal del área euro.

Segundo, la Comisión, que es la que tiene los expertos, los medios y la experiencia, no está siendo escuchada por los líderes políticos al mando de los principales estados miembros que se dedican a improvisar sobre la marcha y, lo que es peor, a hablar de sus ideas ante los medios de comunicación. Esta actitud es debida a que su primer objetivo es ganar unas elecciones cercanas en lugar de reducir la incertidumbre que impera entre los inversores en deuda soberana y los mercados financieros en general.

Esta actitud hace que sea cada vez más difícil ganar dichas elecciones ya que, en primer lugar, han negado la evidencia de la crisis de deuda soberana; en segundo lugar, han echado toda la

culpa al despilfarro de los estados miembros que han tenido que ser rescatados, lo que es falso ya que dichos Estados miembros, como Irlanda o España tenían superávit presupuestario y muy bajos niveles de deuda cuando empezó la crisis financiera y, por último, han arrastrado los pies al máximo antes de tomar las decisiones que eran necesarias.

En resumen, esta mala gestión de la crisis de deuda soberana ha hecho posible que la crisis financiera haya terminado produciendo una crisis de deuda soberana en los Estados miembros solventes a través del contagio sucesivo desde Grecia a Irlanda y Portugal y posteriormente a España, Italia, Bélgica e incluso Francia.

La creciente crisis de deuda soberana está además produciendo, a su vez, otra crisis financiera y bancaria que, a su vez, deteriora y profundiza la actual crisis de deuda soberana y, si no se detiene este proceso circular que tiende a autoalimentarse, tendrá probabilidades crecientes de terminar produciendo una recesión global y el fin del área euro, a menos que sus dirigentes cambien radicalmente de actitud y dirección y en un tiempo récord hacia una progresiva unión fiscal.

LECCIONES DE LA CRISIS DE DEUDA SOBERANA

La primera lección de esta crisis de deuda soberana es que los inversores han podido reconfirmar que un Estado miembro de una unión monetaria como la del área euro no puede ni debe emitir deuda en una moneda que no controla. Al formar parte del área euro en 1999, los Estados miembros han perdido el control sobre su moneda porque no tienen el respaldo de un Tesoro Europeo que sea el único emisor de deuda y un Banco Central Europeo que sea su prestamista de última instancia, lo que hace que aumente notablemente la probabilidad de impago de su deuda.

Por ejemplo, España tiene un nivel de déficit y de deuda soberana inferiores a los del Reino Unido que alcanzaban el -7,8% y el 83% de su



PIB en 2010. Sin embargo, los mercados financieros asignan a España una probabilidad de impago más de tres veces superior a la del Reino Unido, de acuerdo con los spreads actuales, ya que este último sigue siendo triple A, a pesar de su mayor nivel de déficit y deuda y España sólo es AA-.

Los inversores saben que si, por cualquier circunstancia, el tesoro Británico no puede hacer frente temporalmente al servicio de su deuda, el Banco de Inglaterra puede prestarle los fondos temporalmente para pagarla y si el problema empeora, dicho banco puede imprimir dinero y comprar toda la deuda conforme va venciendo o retirar buena parte de ella comprándola en el mercado secundario.

Por esa razón, es muy difícil que los inversores puedan provocar un impago de la deuda soberana del Reino Unido o incluso sólo una reducción de su liquidez, ya que, si deciden venderla, pueden, con el producto de su venta, comprar deuda privada británica, si quieren mantenerse en libras, o si quieren cambiar de moneda, pueden vender las libras recibidas en el mercado de cambios a cualquier demandante de libras.

Dicha venta, si es muy voluminosa, puede hacer que los spreads de la deuda británica suban y la libra se deprecie, pero la liquidez se queda dentro del Reino Unido y su oferta monetaria se mantiene constante ya que las libras vendidas han sido compradas por otro inversor que las convierte en depósitos en libras en bancos residentes británicos. Los bancos invertirán parte de dichos depósitos de nuevo en deuda soberana, por ser más segura y poder descontarla en el Banco de Inglaterra. Si a pesar de ello, subsistieran sus problemas de pago, este último seguiría prestando al tesoro Británico para evitar su impago.

Por el contrario, en el caso de España u otro Estado miembro del área euro, si los inversores venden deuda soberana española y quieren mantener su posición en euros, la invertirán en la deuda soberana en euros de otro estado miembro más seguro, con lo que la liquidez se desplaza desde España al otro miembro, reduciéndose su base monetaria y su liquidez. Si los inversores la

venden en el mercado de cambios, los euros y la liquidez queda dentro del área, pero en el Estado miembro del inversor que los compre y no en España si el inversor es residente en otro Estado miembro. En ambos casos el euro apenas se deprecia por ser su mercado mucho mayor y más profundo que el de la libra.

Además, si se produjera una venta masiva de deuda española, el artículo 123 del Tratado prohíbe al BCE prestar a los Estados miembros comprándoles directamente su deuda, es decir en el mercado primario, cuando la emiten, luego la crisis de liquidez podría llegar a provocar un impago de la deuda. Esto fue lo que ocurrió con Grecia en mayo de 2010, cuando fue rescatada en última instancia por el EFSF y el FMI, poco antes de haber impagado, lo que hubiera provocado una gravísima crisis en el área euro, y es lo que vuelve a ocurrir ahora.

En resumen, los inversores que manejan fondos más especulativos, que son minoría, saben que, persistiendo en sus ventas de deuda soberana de un Estado miembro, pueden llegar a provocarle una crisis de liquidez y finalmente de solvencia ya que no puede acudir a su banco central, el BCE, para pagarla. Ahora bien, como se demostrará más adelante, el Tratado no prohíbe al BCE que compre deuda de los Estados miembros en el mercado secundario, sólo en el primario.

Lo más paradójico de esta crisis es que la deuda soberana siempre ha tenido y tiene menos riesgo que la privada e incluso ha sido siempre considerada como riesgo cero, por eso no requiere ni el Basilea I, ni en Basilea II, ni en Basilea III, que haya que provisionarla. Esto ocurre por dos razones: porque el país deudor puede acudir a su banco central para financiarla o, en última instancia, porque su gobierno puede subir los impuestos para poder pagarla, cosa que no puede hacer ningún deudor privado.

Por estas razones, la única y verdadera solución para superar la actual crisis de deuda soberana europea, una vez que es sabido que está en crisis por los dos problemas básicos de diseño del área euro, es ya bien conocida: Por un lado hay que avanzar rápidamente hacia una unión fiscal,



mediante un Ministerio de Hacienda o Tesoro Europeo, que se equipare a la unión monetaria y, por otro, avanzar hacia un Banco Central Europeo (ECB) que sea un verdadero prestamista de última instancia tanto a los bancos del área euro que la tienen en sus carteras como al Tesoro Europeo que la emite y que tienen que pagarla.

La segunda lección que ha sido aprendida en esta crisis es que los mercados financieros tienden a alcanzar equilibrios múltiples y en muchos casos, extremos, pasando de la confianza absoluta a la desconfianza absoluta. Lamentablemente no suelen estabilizarse en posiciones intermedias, sino que tienden a las extremas, al estar sujetos, en situaciones de incertidumbre, a comportamientos de rebaño o manada (*herd behaviour*) que les empujan de un extremo al otro extremo.

Estos comportamientos son debidos a que ningún gestor de inversión se atreve a ir contra lo que decide la manada, ya que paradójicamente, aunque piense que los demás están equivocados, prefiere equivocarse siguiendo a toda la manada que acertar en contra de la manada, ya que si, por casualidad termina equivocándose, tomando la posición contraria, perderá con toda seguridad su empleo y si sigue a la manada, no lo perderá aunque también se equivoque.

La prueba más clara de este comportamiento con equilibrios extremos es que, en los primeros años del área euro, los márgenes de rendimiento de la deuda de casi todos los Estados miembros sobre el bono alemán eran mínimos, lo cual no tenía sentido alguno ya que, por ejemplo, la sostenibilidad fiscal a medio plazo de España o de Italia no eran iguales que la de Alemania.

Sin embargo, una vez que los inversores se percataron de los fallos de diseño del área euro, dichos spreads se han multiplicado por más de cien veces, desde un mínimo de tres puntos básicos a un máximo de cerca de cuatrocientos. Conviene que los inversores reconozcan que, tanto en el primer caso como en el segundo, estaban equivocados, en un principio por su excesiva confianza en el área euro y después por su excesiva desconfianza en cómo ha funcionado.

La tercera lección de esta crisis es que los mercados financieros tienden a producir profecías que se auto-cumplen. Si algunos inversores líderes piensan que un Estado miembro o una empresa o institución financiera del área euro tiene problemas de liquidez o de solvencia que pueden afectar al pago de la deuda que ha emitido o los créditos que ha tomado y deciden vender su deuda, sus créditos o sus acciones en el mercado de cash o de sus derivados (CDS), sus precios empezarán a caer en el mercado y, si otros inversores les siguen, caerán todavía más.

Una vez que estas ventas han producido el desplome del precio de sus activos, encontrarán que su decisión previa había sido acertada y confirmada por el mercado, ya que su valor ha caído como habían pronosticado e incluso más de lo esperado. Es decir, se trata de una tautología ya que, si son capaces de mover el mercado, siempre acertarán en sus decisiones de inversión porque también son capaces de hacer que sus profecías se cumplan.

Finalmente, la cuarta lección es que los mercados financieros paradójicamente, están determinando los spreads de la deuda soberana de los Estados miembros afectados, en mayor medida por los niveles de deuda externa que por los de deuda soberana de los Estados miembros del área euro. Los spreads han mostrado una mayor correlación con los niveles de la primera que los de la segunda. Asimismo tienen una mayor correlación con los niveles de déficit por cuenta corriente que con los de la deuda soberana.

Es decir, dan una mayor importancia, a la hora de determinar sus niveles de CDS, al tamaño de la posición externa neta deudora de los Estados miembros del área euro y al tamaño de sus pasivos externos netos bancarios que a su deuda interna sea pública o privada. Esta es la razón de que hayan castigado durante mucho tiempo más a España que a Italia, que tiene una deuda pública que es casi dos veces la española, pero un déficit fiscal muy bajo y un déficit por cuenta corriente bastante menor.



SUBSANAR LOS FALLOS DE DISEÑO INSTITUCIONAL DEL ÁREA EURO

El único aspecto positivo de esta terrible crisis de deuda soberana y bancaria es que está provocando que los dirigentes y líderes políticos del área euro estén viéndose obligados a ceder poder nacional fiscal, al principio, como he explicado más arriba, en beneficio de un mayor poder intergubernamental, pero poco a poco se muestra una clara tendencia a que va a ser en beneficio de un mayor poder comunitario. Es decir, la duración y virulencia de esta crisis les está llevando (desgraciadamente a cambio de un coste inmenso que se podría haber evitado) a verse obligados finalmente, a tener que subsanar los dos pecados originales de la unión monetaria europea señalados anteriormente.

Ante la grave situación actual, lo lógico es que el Consejo Europeo intente, de una vez por todas y cuanto antes, resolver definitivamente esos dos problemas de diseño del área euro para evitar que termine en un desastre tanto para el área euro como para el resto del mundo.

En primer lugar, permitiendo que el BCE sea el prestamista de última instancia del área euro y que pueda actuar como cualquier otro banco central, prestando a los bancos del área cuando lo necesiten a cambio de un colateral elegible, comprando deuda soberana en el mercado secundario cuando lo considere necesario, inyectando liquidez al sistema cuando lo considere conveniente y pudiendo incluso prestar al Tesoro Europeo una vez este sea finalmente creado. Esta última decisión de crear un Tesoro Europeo, como veremos más adelante, necesitará modificar el Tratado.

La evidencia histórica contrastada por otros bancos centrales de Estados Unidos o Canadá muestra: Primero, que cuando existe un prestamista de última instancia, tras sus primeras intervenciones, no necesita volver a intervenir más (salvo algún caso muy excepcional) al saber los inversores que su potencial de compra es prácticamente ilimitado.

Segundo, que las intervenciones de los bancos centrales no tienen porqué crear inflación, ya que

aunque aumentan la base monetaria (M1), su efecto multiplicador sobre la oferta monetaria (M3) (el agregado elegido por el BCE) suele ser reducido, especialmente durante crisis bancarias como la actual, al no utilizarse la liquidez producida para aumentar el crédito, ya que su demanda es débil por la caída de la actividad económica y su oferta está excesivamente retraída tanto por el temor sobre la solvencia de la demanda existente y por tener que cumplir mayores requisitos de capital y mayor regulación.

Tercero, que la intervención del BCE comprando deuda de los países solventes para reducir su contagio modifica, sobre todo, la composición de su balance al intercambiar deuda a corto (euros) por deuda pública a medio y largo plazo e incluso no tienen porqué aumentar tampoco el tamaño o volumen de su balance, si va esterilizando posteriormente sus compras con operaciones de venta de otros activos.

En segundo lugar, construyendo una política fiscal única a largo plazo para evitar el contagio imparable actual, mediante la creación de un Ministerio de Hacienda o un Tesoro Europeo que controle las finanzas de los estados miembros y que pueda emitir eurobonos con su propia garantía, que es la solidaria de todos los Estados, para que permita que se financien los Estados miembros todavía solventes, pero que enfrenten problemas serios de liquidez (sabiendo de antemano que la distinción entre liquidez y solvencia es incierta al autoalimentarse ambas).

Además, como veremos más adelante, los eurobonos ya existen al serlos casi ya los que emite el EFSE, con una garantía proporcional o pro-rata de sus 17 Estados miembros de acuerdo con su participación en el capital del BCE, que es una mezcla de PIB y de población relativas sobre el total. Pero sobre todo, al serlos los bonos que emite el EFSE a través de la Comisión Europea, que son verdaderos eurobonos ya que tienen la garantía conjunta y solidaria de los 27 Estados miembros de la UE (no sólo los del área euro), al tener como garantía de última instancia, si no son pagados, el Presupuesto de la Unión Europea a 27 que se financia con parte de la recaudación del IVA de sus Estados miembros.



POSIBLE HOJA DE RUTA DE CAMBIO INSTITUCIONAL

EFSE

El primer paso ha sido, necesariamente, la aprobación por los parlamentos europeos de los 17 estados miembros del aumento de los recursos disponibles y prestables del EFSF hasta los 440.000 millones de euros, ya que por motivos de mantener su rating triple A, de sus 440.000 millones actuales, hoy sólo puede desembolsar un máximo de 250.000 millones de euros, lo que no es suficiente para detener la enorme incertidumbre y pánico que se ha creado en los mercados financieros.

Además, esta decisión ya aprobada felizmente por dichos parlamentos va a permitir al EFSE, por fin, comprar deuda soberana tanto en el mercado primario y secundario o alternativamente poder garantizarla lo que es un gran avance, otro de los muchos a los que el Consejo Europeo se había opuesto y al final ha tenido que aceptarlo por la presión de los economistas primero y de los mercados financieros después.

Este paso de mejora del EFSF y otros siguientes que se planteen para aprobación a los parlamentos nacionales, no creo que vayan a plantear ningún problema en el futuro por el mero peso relativo de los Estados miembros en el PIB, en el capital del BCE y en la financiación del EFSE.

Los cuatro grandes Estados miembros del área euro: Alemania, Francia, Italia y España suman el 77.10% del PIB del área euro y de los votos totales en el EFSE. Añadiendo los cinco medianos Holanda, Bélgica, Grecia, Austria y Portugal suman otro 17.24% del total, haciendo que entre los nueve representen el 94.34% del PIB del área euro y de los votos en el EFSE. Los ocho restantes sólo suman el 5.66% del PIB y de los votos totales en el EFSE, luego sus parlamentos encontrarán prudente aprobar las propuestas ya que su menor peso relativo podría forzarles a tener que optar por salirse del euro si no lo aprobasen.

Además, se están discutiendo alternativas de cómo podría apalancarse el EFSE para tener más

fuerza de impacto a la hora de defender o blindar a los Estados miembros solventes y evitar que el contagio continúe. La opción que, en principio, parece mejor y más sencilla sería, dado que el EFSF es ya una entidad financiera internacional con sede en Luxemburgo y que ya puede recibir algún tipo de liquidez del BCE, bastaría con convertirla en banco que es un paso relativamente sencillo.

Al ser un banco devendría la entidad bancaria más grande del mundo, de la Unión Europea y, por supuesto, del área euro, con lo que podría financiarse como todos los demás bancos acudiendo al BCE y a los mercados financieros. Esta decisión sería muy fácil de aprobar, dado que la gran mayoría de los Estados miembros del área euro no desean tener que poner más recursos propios en el EFSE.

Asimismo, esta opción evitaría que el BCE tuviese que ser atacado continuamente por entrometerse en asuntos fiscales que, en principio, no le corresponden, porque le hacen perder independencia de actuación frente a los Estados miembros.

De todas maneras, estos ataques no tienen ningún sentido, ya que el BCE está autorizado, por exclusión, a comprar deuda soberana en el mercado secundario según lo establecido por el artículo 123 del Tratado que sólo prohíbe al BCE «la adquisición de deuda directamente a los Estados miembros» es decir, en el mercado primario, dejando sin prohibir su compra en el mercado secundario.

Aunque esta opción facilita la labor del BCE evitando que algunos políticos le ataquen, sin embargo, el BCE va a poder seguir utilizando su autorización implícita del artículo 123 del Tratado para, en circunstancias excepcionales, seguir comprando bonos soberanos directamente siempre que lo considere oportuno y a través de su Securities Markets Programme como está haciendo ahora.

También está discutiéndose la forma en la que el EFSF puede actuar para resolver el problema de la deuda soberana del área euro, bien comprando deuda en el mercado primario o ahora también en el mercado secundario porque ha



sido autorizado por los parlamentos de los países de los Estados miembros o bien garantizando los vencimientos de la deuda de los países solventes pero con problemas de liquidez, que en principio y de momento, serían Irlanda, Portugal, Italia, España y Bélgica.

Sin duda alguna, garantizar los vencimientos de deuda de dichos Estados miembros o las primeras pérdidas en caso de impago de la deuda, tienen una gran ventaja sobre otras alternativas. Como ocurre con los fondos de garantía de los depósitos, que se establecieron por primera vez en Estados Unidos durante la Gran Depresión para evitar las «corridas de los depósitos bancarios» y el contagio a otros bancos, una vez que se anuncia la garantía, no suele tener utilizarse ya que los depositantes ganan confianza y no sacan sus depósitos de los bancos. Lo mismo ocurre con la garantía de las primeras pérdidas, que suelen tener un impacto muy elevado en la confianza de los inversores.

Es decir, si los inversores en deuda soberana creen que es suficiente con la garantía del EFSF sobre los futuros vencimientos de la deuda de dichos Estados miembros o sobre las primeras pérdidas en que incurra dicha deuda, dejarán de venderla en corto, de tomar protección en el mercado de CDS o de venderla en el mercado físico de bonos. Además, muchos que la habían vendido empezarán a comprarla ante las expectativas de su revaluación, con lo que los spreads empezarán a reducirse y su precio a recuperarse, lo que podría significar el final de la crisis de la deuda.

De no ser capaces de crear confianza en los mercados financieros con esta alternativa, el EFSF tendría que acudir necesariamente a su compra en los mercados primario y secundario según la situación de cada Estado miembro haciendo fuertes desembolsos para convencer a los inversores de que el EFSF va a ser un verdadero freno o «backstop» a la especulación sobre su probabilidad de impago.

Lógicamente, todos los cambios que se vayan llevando a cabo en el EFSF, deberán aplicarse al ESM que sería el futuro mecanismo permanente, por lo menos hasta que se den pasos más impor-

tales hacia un federalismo fiscal o hacia una verdadera unión fiscal.

Por esta razón, al mismo tiempo que se anuncian las mejoras introducidas en el EFSF, bien en noviembre por el Consejo Europeo o a primeros de diciembre en una reunión extraordinaria del Consejo Europeo antes de la Cumbre del G20 en Cannes los días 3 y 4, deberían de anunciarse los otros pasos posteriores de la hoja de ruta que fije el Consejo Europeo, que deberían de ser los cambios en los Tratados de la Unión para permitir que haya un mayor federalismo fiscal o mejor todavía una verdadera unión fiscal que complemente la actual unión monetaria.

TESORO EUROPEO

El primer cambio en los Tratados tendría que ser aquel que permitiera la creación de un Ministerio de Hacienda o Tesoro Europeo del área euro o mejor aún, de toda la Unión Europea que, con la ayuda de la Comisión, sea el que regule, supervise y haga cumplir los límites estructurales de déficit y de deuda de los Estados miembros. Asimismo debe controlar y supervisar los límites que puedan establecerse a los desequilibrios macroeconómicos internos y externos de los Estados miembros, en especial los que afecten a la cuenta corriente de la balanza de pagos, así como imponer multas y sanciones a los que no los cumplan.

Este Ministerio de Hacienda o del Tesoro Europeo tendría que ser independiente de los Estados miembros a la hora de llevar a cabo su mandato, como lo es en BCE, y responder únicamente ante el Parlamento Europeo. Es decir, tendría que ser un organismo comunitario y no intergubernamental para poder ejercer un control sobre la fiscalidad y la competitividad de los Estados miembros así como para imponer sanciones a los gobiernos de los Estados miembros que no los cumplan.

Además, el federalismo fiscal derivado del nuevo Tesoro Europeo tendría la virtud no sólo de supervisar y controlar mejor los equilibrios fiscales de los Estados miembros, sino también poder hacer una fuerte redistribución de fondos



a los Estados que sufriesen choques asimétricos y evitar los graves problemas de contagio que se han sufrido, gratuitamente, en esta dura crisis de deuda soberana.

EUROBONOS

Asimismo, este Ministerio o Tesoro Europeo, bien directamente o a través de una Agencia Europea de Deuda, tendría que encargarse de la gestión de la deuda del área euro y de la emisión paulatina de eurobonos con garantía conjunta y solidaria de los Estados miembros.

Empezarían a emitirse eurobonos paulatinamente, canjeándolos por todos los bonos de todos los Estados miembros solventes que vayan venciendo. Dado que, de acuerdo con la estimación del BCE, la vida media de la deuda del área euro aproximadamente es de seis años, la introducción de los eurobonos sería paulatina. Una vez que hubiese terminado su canje total, el tamaño del mercado de eurobonos podría alcanzar unos 4 billones (europeos) de euros, es decir unos 5,2 trillones de dólares y ser el segundo en tamaño y liquidez del mundo tras el de los bonos del Tesoro de Estados Unidos que supera los 6 trillones de dólares.

De alcanzar dicho tamaño, su diversificación y liquidez podría ser tan grande que competiría con la del mercado de bonos del tesoro americano, atrayendo a los inversores públicos, (bancos centrales), semipúblicos (fondos soberanos) y fondos privados (monetarios, de inversión y de pensiones) de los grandes países exportadores de materias primas, de China y Japón y del resto de países del mundo, que acumulan un excesivo riesgo de cambio actualmente por sus elevadas posiciones en dólares.

La inversión extranjera en eurobonos sería masiva ya que los mencionados inversores además de la seguridad y diversificación que proporcionan los 17 países del área euro, habrían asegurado su riesgo de cambio ya que la correlación entre el euro y el dólar es inversa y muy elevada, cerca de 0.9. Es decir, no sería posible encontrar un seguro más barato y más seguro.

De ser eso posible, todos los Estados miembros del área euro saldrían ganando ya que sus spreads volverían a ser mínimos. Incluso Alemania podría salir ganando, probablemente no respecto al coste actual de su deuda, que es excesivamente bajo al beneficiarse de la mayor parte de las inversiones extranjeras y europeas en bonos en euros, por el elevado premio de liquidez que posee ahora, sino respecto a su coste anterior a la crisis de la deuda soberana (de la Dehesa, 2011).

El empeño de Alemania de evitar la emisión de eurobonos le está costando muchísimo más caro en términos fiscales, económicos y políticos que si ya hubiese aceptado alguna de las numerosas propuestas que se han hecho, ya que su coste alternativo sería mínimo.

Los Eurobonos no tienen porque producir situaciones de riesgo moral de algunos Estados miembros porque existen modalidades que las evitan, como la propuesta por Delpla y von Weizsäcker (2010) en la que sólo se emiten eurobonos para canjear por los bonos nacionales hasta el 60% de la deuda de cada Estado miembro y el resto de la deuda debe de emitirse sólo con la garantía del Estado miembro que la emite.

FEDERALISMO BANCARIO Y FINANCIERO

Poco a poco se han ido creando instituciones de regulación y de supervisión europeas, gracias a la iniciativa del grupo de alto nivel presidido por Jacques de Larosiere en 2008. Ya existe la European Banking Authority (EBA) basada en Londres, la European Securities and Markets Authority (ESMA), basada en París, la European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA), basada en Frankfurt y finalmente el European Systemic Risk Board (ESRB) encargado de coordinar la política macro-prudencial, del sistema financiero.

Aunque todavía toda la supervisión sigue en manos de las autoridades nacionales, la primera que hay que relanzar es la Macro-prudencial, cuyo presidente es el presidente del BCE. Posteriormente habría que ir centralizando todas las



demás para no volver a sufrir los problemas que han acontecido en la crisis financiera anterior o en otra que pueda acontecer. Posteriormente, hay que convertir al EBA en el supervisor de todos los bancos e instituciones financieras que desarrollan su actividad en varios Estados miembros de la Unión. Asimismo, tendría mucho sentido que el EFSF proporcionara una garantía explícita a todos sistemas o fondos de garantía de depósitos de la Unión.

Asimismo, habría que crear una Resolution Trust Corporation (RTC) como la de Estados Unidos o como se ha propuesto por Adam Posen y Nicolas Veron (2009) una European Banking Treuhand que lleve a cabo todos los procesos de cierre ordenado de todas las instituciones bancarias que devienen insolventes en toda la Unión lo que aumentaría notablemente la confianza en el sistema bancario y financiero de la Unión al tener una institución fuerte que se encarga de todas las situaciones de emergencia.

Es decir, hay que intentar que estas instituciones europeas puedan desarrollar una verdadera coordinación de toda la supervisión a escala europea y finalmente una única política europea de control y supervisión de los sistemas bancarios y financieros en toda la Unión.

PARLAMENTO EUROPEO

El Parlamento Europeo ha ido ganando competencias sucesivas en cada revisión anterior de los Tratados Europeos y ahora es un poderoso actor a la hora de darle forma y validez a la legislación europea. Sin embargo, sus poderes de supervisión de las instituciones europeas como el Consejo o el BCE, permanecen restringidas en comparación con los parlamentos nacionales.

Este menor poder tiene en parte cierta justificación ya que dicho parlamento no es elegido sobre la base de distritos electorales de similar peso demográfico, ya que los pequeños Estados miembros eligen más miembros respecto al peso de su población que los medianos y sobre todo los grandes Estados miembros de la UE con lo que pierde cierta legitimidad como ha señalado

el tribunal constitucional alemán en su decisión de Junio de 2009. Por lo tanto, tendría que tener en una primera instancia una representación proporcional a la población de cada Estado miembro, lo que necesitaría también cambios en los Tratados.

Actualmente, las elecciones al Parlamento Europeo se llevan a cabo en cada Estado miembro por separado y la presentación de candidatos está reservada a los partidos políticos nacionales. Sin embargo, los partidos políticos de los distintos Estados miembros con la misma ideología suelen aliarse y formar núcleos parlamentarios en el Parlamento Europeo. Los diferentes sistemas electorales de los Estados miembros de la Unión no son homogéneos. El Tratado de Niza indicó que había que homogeneizar el sistema de voto para las elecciones europeas en toda la Unión.

Por esta razón, el siguiente paso tendría que ser que las elecciones al Parlamento Europeo se lleven a cabo en un colegio electoral único de todos sus Estados miembros con candidatos europeos para que fuese lo suficientemente democrático, más aún si tiene que supervisar la actuación del Consejo y de otras instituciones europeas.

UN NUEVO TRATADO PARA EL ÁREA EURO

Se han hecho varios intentos positivos en la gobernanza del área euro en los últimos meses pero han fracasado bien porque no han funcionado en la realidad o porque estaban mal diseñados. Primero, en la cumbre del Euro de julio, se aprobó, por fin, que el EFSF pudiera comprar deuda soberana en el mercado secundario y que pudiese recapitalizar a los bancos del área euro. Este ha sido el paso más eficaz en este período.

Segundo, en la cumbre del Euro del 26 de octubre, se decidió apalancar el EFSF sin que perdiera su rating, a través de dos canales.

Por un lado, a través de dar protección parcial a los bonos emitidos por los Estados miembros a través de un certificado de protección que cubriría entre el 20% y el 30% de los bonos emitidos y una vez efectuada la emisión, el certificado se



negociaría separadamente del bono en los mercados.

Por otro lado, a través de un fondo de conversión (CIF), se crearían uno o varios CIF que permitirían combinar financiación pública y privada ya que el EFSF garantizaría la primera pérdida hasta el 20% y el resto podría ser adquirido en el mercado por inversores privados. La realidad es que ninguna de las dos fórmulas ha funcionado posteriormente.

Unos días antes del Consejo Europeo de 9 de diciembre de 2011, Merkel y Sarkozy hablaron, por fin, de la necesidad de mejorar la gobernanza del área euro planteándose por primera vez avanzar dando un «paso cualitativo» hacia una genuina integración fiscal a través de un cambio en los Tratados de la Unión que han dado en llamar «fiscal compact» o pacto fiscal, lo que volvió a dar cierta esperanza a los inversores en deuda soberana del área euro. Esta idea creó enormes expectativas de una mayor integración fiscal, pero que se han ido derrumbando conforme se fue descubriendo que no habría tal integración fiscal sino sólo una repetición del fallido Pacto de Estabilidad con mayor rango legal.

La declaración final de dicho Consejo, anunciaba que «a pesar de lo mucho que se ha hecho para mejorar la gobernanza económica y para adoptar medidas nuevas en respuesta a la crisis de deuda soberana, las tensiones en el área euro han aumentado y necesitamos incrementar nuestros esfuerzos para hacer frente a los retos actuales. Hoy hemos acordado dar un paso hacia una unión económica y esto implica acciones en dos direcciones: 1) un nuevo pacto fiscal y una coordinación reforzada de política económica y 2) el desarrollo de nuestras herramientas de estabilidad para hacer frente a los retos a corto plazo».

Dicha declaración menciona que «estas medidas requieren un nuevo acuerdo entre los Estados miembros del área euro que se traducirá en reglas ambiciosas y comunes que traspondrán este compromiso político en un nuevo marco legal».

Los Estados miembros se comprometen a establecer una nueva «regla fiscal» que contiene

los siguientes elementos: primero, presupuestos equilibrados o en superávit en los que el déficit estructural nunca supere el 0,5% del PIB nominal. Segundo, esta regla debe transponerse en los sistemas legales nacionales a nivel constitucional o equivalente y el Tribunal de Justicia Europeo verificará que así se hace. Tercero, los Estados miembros que se encuentren bajo el «procedimiento de déficit excesivo» (EDP) detallarán las reformas estructurales para asegurar la corrección de dicho déficit y su puesta en práctica será vigilada por la Comisión y el Consejo.

Cuarto, tan pronto como la Comisión reconozca que un Estado miembro supera el límite del 3% de déficit bajo el procedimiento EDP, tomará medidas o sanciones que se aplicarán a menos que se oponga una mayoría cualificada de los Estados miembros. Quinto, cuando un Estado miembro supere el 60% de deuda en porcentaje del PIB, tendrá que reducirlo una veinteaava parte cada año (regla 1/20). Sexto, las reglas establecidas por la Comisión el 23 de noviembre de 2011 para controlar el EDP deben de aprobarse por el Consejo y el Parlamento Europeo.

Finalmente, de cara al largo plazo, el Consejo seguirá trabajando para conseguir una mayor integración fiscal que refleje mejor nuestro grado de interdependencia. Sobre estos temas y los relativos a las relaciones entre la Unión Europea y el área euro, formarán parte de un informe que el Presidente del Consejo en cooperación con el Presidente de la Comisión y del Euro-grupo, presentará en el Consejo de Marzo de 2012.

Los Estados miembros están comprometidos a continuar trabajando para avanzar hacia una política económica común y conseguir un mayor nivel de gobernanza y de coordinación de las políticas económicas de los Estados miembros. Se establecerá un procedimiento para asegurar que todas las reformas de política económica planeadas por los Estados miembros se discutirán y coordinarán al nivel del área euro para conseguir las mejores prácticas.

Asimismo las «facilidades» de estabilización existentes (EFSF y ESM) serán reforzadas para poder combinar las reformas a largo plazo con



medidas a corto plazo para hacer frente a las tensiones de los mercados. Por un lado, maximizando la facilidad EFSF, de las dos formas aprobadas por el Euro-grupo el 29 de Noviembre 2011, en las que el BCE actuará de agente para sus operaciones de mercado. Por otro lado, acelerando la entrada en vigor del ESM tan pronto como el 90% de su capital lo apruebe, poniendo como fecha tope julio de 2012. Pero en marzo de 2012, se volverá a reconsiderar el límite máximo de préstamo de ambas facilidades (500.000 millones de euros). Finalmente, se aprueba que el FMI participe en dichas facilidades con préstamos bilaterales de 200.000 millones de euros.

Asimismo, el Consejo ha decidido modificar el Tratado del ESM para que sea más efectivo: Por un lado, la participación del sector privado, seguirá los principios y prácticas establecidas por el FMI ya que lo ocurrido con Grecia es un caso único y excepcional. Por otro lado, las reglas de votación del ESM serán modificadas, pasando de la unanimidad a una mayoría cualificada del 85% en caso de emergencia, cuando el FMI y el BCE consideren que es urgente y necesaria la ayuda en caso de que la sostenibilidad financiera y económica del área euro esté amenazada.

Por último, como no todos los miembros de la Unión Europea están de acuerdo con estas decisiones del Consejo, que muchas de ellas requieren cambios en los Tratados, el Consejo estima que, como más tarde en marzo 2012, se adoptarán mediante un acuerdo internacional entre aquellos Estados miembros que quieran avanzar en esa línea, pero con la intención de que dichas decisiones puedan incorporarse a los Tratados lo antes posible.

La reacción de la gran mayoría de los economistas especializados ha sido contraria a lo aprobado por el Consejo. Por un lado, por salirse del Tratado de la Unión para conseguir aprobarlo, dejando sólo al Reino Unido que lo ha vetado. El Consejo podría haber utilizado el sistema de «cooperación reforzada» que existe en el Tratado desde su modificación en la cumbre de Niza que dispone que si un mínimo de ocho estados miembros desea avanzar en su integración, sin que el

resto se oponga, lo puedan hacer. La cooperación reforzada permitió el acuerdo de Schengen ante el cual, el Reino Unido no se unió, pero tampoco lo vetó, con lo que este acuerdo podría haberse aprobado dentro del actual Tratado.

Por otro lado, la decisión del Consejo no es un verdadero «pacto fiscal» en el que se incrementa la disciplina fiscal a cambio de una verdadera integración fiscal con un ministerio de hacienda europeo. Es sólo otro intento más de incrementar la austeridad fiscal sin nada a cambio. No hay ninguna promesa de aumentar la financiación para los Estados miembros en dificultades, ni tampoco se abre posibilidad alguna de eurobonos.

Una mayor austeridad general para el área euro, en estos momentos, sólo puede aumentar la recesión en el área euro que ya se avecina, ya que hoy todos los Estados miembros están, simultáneamente, reduciendo el gasto público y/o subiendo los impuestos al tiempo que familias, empresas y bancos están des-apalancándose. Es más, en el cuarto trimestre de 2011, se encuentran ya en recesión los tres Estados miembros rescatados, más Italia y España, pero también Francia, Austria, Holanda y Bélgica, es decir, más de dos tercios del área euro y es altamente probable que también lo esté el área euro, ya que ha crecido sólo el 0,1% en el tercer trimestre.

En una situación de recesión, es casi imposible reducir el porcentaje de deuda sobre el PIB ya que al reducirse el crecimiento a corto plazo, es decir, el denominador, y no hacerlo a corto plazo, la deuda, el numerador, porque a menor crecimiento hay menores ingresos fiscales, termina aumentando el porcentaje de la deuda en relación con el PIB. Además, con la caída generalizada de los ratings de las agencias de calificación, los spreads aumentarán, haciendo más difícil su cumplimiento.

Por estas razones, será casi imposible que la gran mayoría de los Estados miembros puedan cumplir los objetivos de déficit del 4,4% en 2012 y del 3% en 2013, ya que estaban basados en tasas de crecimiento del más del 2% en ambos años. Es decir, sólo podrán cumplirse dichos



objetivos de déficit si se retrasa su cumplimiento dos o tres años o si dichos objetivos pasan a ser considerados como estructurales, de acuerdo con la situación cíclica de cada Estado miembro.

BIBLIOGRAFÍA

- Centre for Economic Policy Research, CEPR Report (1993) «The monetary future of Europe», London.
- Darvas, Zsolt (2010) «Fiscal Federalism in Crisis: Lessons for Europe from the US», Bruegel Policy Contribution, 2010/7, July.
- De Grauwe, Paul (1992) «The economics of monetary integration», Oxford, Oxford University Press.
- De la Dehesa, Guillermo y Krugman, Paul (1992) «EMU and the regions», Washington DC, The Group of Thirty.
- De la Dehesa, Guillermo (1998) «El reto de la Unión Económica y Monetaria», A Coruña, Instituto de Estudios Económicos de la Fundación Pedro Barrié de la Maza.
- De la Dehesa, Guillermo (2010) «Eurozone design and management failures», Vox-eu, 18 May.
- De la Dehesa, Guillermo (2011) «Eurobonds: concepts and implications», Briefing Paper to the ECON Committee of the European Parliament prepared for the Monetary Dialogue, March.
- Delpla, Jacques y von Weizsäcker, Jacob (2010) «The blue bond proposal» Bruegel Policy Brief 2010/03, Brussels.
- Fratiani, Michele y von Hagen, Jürgen (1992) «The European Monetary System and European Monetary Union», Oxford, Westview Press.
- Giavazzi, Francesco, Micossi, Stefano y Miller, Marcus (1988) «The European Monetary System», Cambridge, Centre for Economic Policy Research and Cambridge University Press.
- Gros, Daniel y Thygesen, Niels (1992) «European Monetary Integration», London, Longman.
- Kenen, Peter B. (1969) «The theory of Optimal Currency Areas: an eclectic view», in Robert A. Mundell and Alexander K. Swoboda (eds.) Monetary Problems of the International Economy, Chicago, University of Chicago Press.
- Mankiw, Gregory (2010) «Does a common currency area need a centralized fiscal authority?», <http://gregmankiw.blogspot.com> 2009-2.
- McKinnon, Ronald (1963) «Optimum Currency Areas», American Economic Review, Vol. 53.
- Mundell, Robert A. (1961) «A Theory of Optimal Currency Areas», American Economic Review, Vol. 51.
- Véron, Nicolas (2011) «Testimony on the European Debt and Financial Crisis», Bruegel Policy Contribution 2011/11, September.

