

CRISIS EN LA EUROZONA. SEIS AÑOS DESPUÉS

Emilio Ontiveros
Universidad Autónoma de Madrid
y presidente de Analistas Financieros Internacionales, AFI

Seis años después del desencadenamiento de la crisis financiera que dio lugar a la Gran Recesión, es la eurozona la que sigue sufriendo sus peores consecuencias. Los daños reales y financieros no son precisamente inferiores a los sufridos donde se originó la convulsión. Pero es en el debilitamiento de la credibilidad del propio proyecto de integración monetaria donde también se localizan inquietantes implicaciones.

La confianza de los ciudadanos en las instituciones europeas se ha debilitado de forma manifiesta como consecuencia de una gestión de la crisis que al menos hasta el momento no ha aportado resultados mínimamente aceptables. En realidad, las condiciones de vida en la mayoría de los países han descendido de forma significativa, retrocediendo la convergencia real de las economías en la que se confiaba cuando se introdujo el euro, tanto en el seno de la eurozona, como de ésta con Estados Unidos.

En las notas que siguen se revisa ese impacto diferencial de la crisis en la eurozona, las políticas aplicadas y se acaba sugiriendo un cambio de políticas y el necesario fortalecimiento de las instituciones para que consigan hacer lo propio con la muy erosionada confianza de los ciudadanos en la propia dinámica de la integración europea. Son consideraciones que insisten en algunas reflejadas en otros trabajos, como Ontiveros (2011, 2013), pero reforzadas quizás por los resultados observados recientemente.

1. DAÑOS DIFERENCIALES

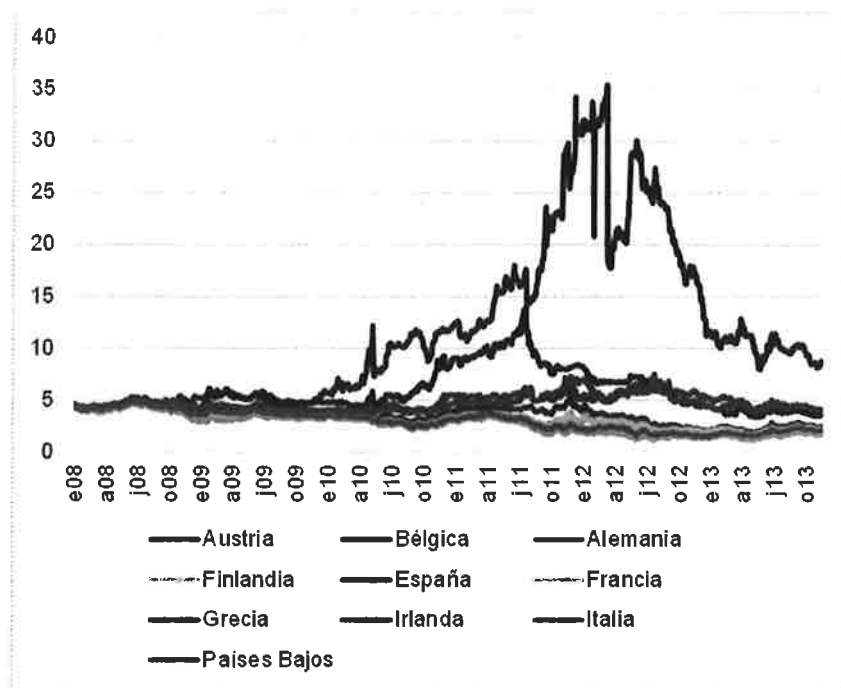
Hoy ya existe evidencia suficiente sobre la inadecuación de las políticas aplicadas en la gestión de la crisis de la eurozona. El ajuste presupuestario indiscriminado, con bastante independencia del origen de sus desequilibrios, cuando las economías periféricas abordaban una de las peores recesiones,

no ha hecho sino pronunciar aún más las consecuencias de la contracción actual. La economía del conjunto de la eurozona registra, en efecto, la peor situación desde el final de la Segunda Guerra Mundial. Los registros de variación del PIB, del empleo, de la inversión, o de la no menos relevante natalidad empresarial neta, son manifiestamente más adversos que los correspondientes a la economía estadounidense donde se originó la crisis. La pérdida de crecimiento potencial ha sido notable: la contracción de la inversión o las elevadas tasas de mortalidad empresarial son suficientemente expresivas al respecto. Casi tanto como la intensa destrucción de empleo: el conjunto de la UE ha perdido más de 6 millones de empleos desde 2008. Tendrá que transcurrir mucho tiempo antes de recuperar los niveles de renta por habitante previos a la crisis.

A pesar de que estadísticamente se haya iniciado una fase de recuperación, esta será excesivamente débil, vulnerable a la inestabilidad financiera todavía subyacente en el área. Efectivamente, en el frente financiero los daños diferenciales no son menores. Y, en todo caso más prolongados. Todavía en los momentos actuales algunas economías de la eurozona exhiben una fragilidad en sus mercados de deuda pública y en sus sistemas bancarios, concediendo vigencia a ese “bucle diabólico” que vincula esas dos fuentes de amenazas y que sigue activo en las economías periféricas, aunque ciertamente menos intenso desde la advertencia de intervención por el BCE en septiembre de 2012. Ello no puede obviar, sin embargo, el enorme daño que está causando la combinación de políticas presupuestarias basadas en la austeridad y al anormal funcionamiento de algunos sistemas bancarios. Daños, a decir verdad, cuya restauración llevará tiempo.

La anterior interacción entre salud bancaria y deuda pública ayuda a explicar los todavía apreciables diferenciales entre los tipos de interés de los bonos del tesoro alemán y los periféricos, como se refleja en el gráfico adjunto. Primas de riesgo a todas luces excesivas que siguen reflejando factores adicionales a los fundamentos económico-fiscales de las distintas economías, como probabilidades de desenlaces extremos en la propia gestión de la eurozona.

Gráfico 1: Tipos de interés de los bonos del tesoro a 10 años.



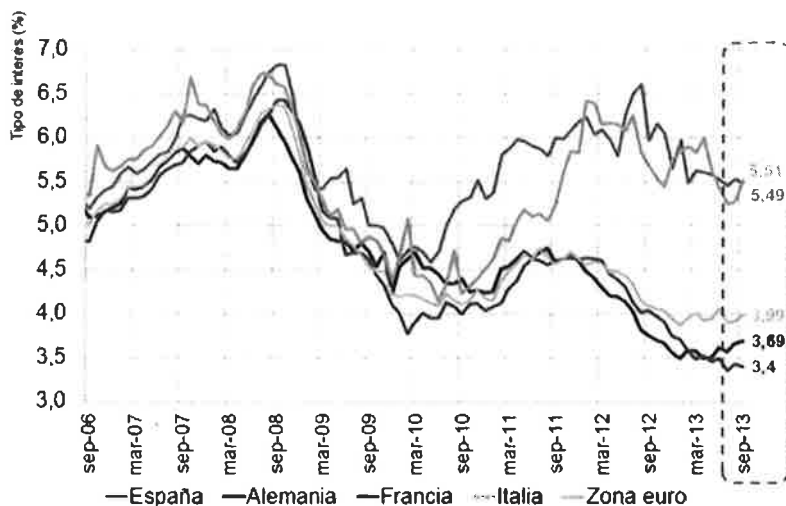
Fuente: Afi, Reuters.

La crisis, efectivamente, ha conseguido revertir el amplio grado de integración financiera que existía en la eurozona. Así se pone de manifiesto en el no menos explícito contraste entre tipos de interés aplicados en las operaciones de crédito a medianas y pequeñas empresas entre las economías centrales y las periféricas, reflejado en el gráfico adjunto. Se trata de un exponente más de fragmentación financiera poco conciliable con la idea misma de unión monetaria. Con la exigencia, en definitiva, de transmisión normal de la política monetaria. Pero también, dado el nivel de los tipos de interés que finalmente asumen las empresas de las economías periféricas, poco compatible con la recuperación del crecimiento y del empleo.

El retroceso en la dinámica de integración financiera se manifiesta igualmente en el descenso de los flujos de capital transfronterizos, no solo los estrictamente bancarios, sino también los que conducen otras modalidades de

inversión, cuestionando la propia finalidad integradora de la creación de la moneda única.

Gráfico 2: Tipos de interés de nuevas operaciones de crédito a Pymes (importes inferiores a 1 millón de euros y plazos entre 1 y 5 años).



Fuente: Afi, BCE.

No solo la recuperación es precaria e insuficiente en la creación de empleo. La demanda en el seno del área monetaria es débil y limita la extensión de las ventajas de la “devaluación interna” que llevan a cabo las economías periféricas. En segundo lugar, los sistemas bancarios siguen mantenido una cierta fragilidad no solo debida al impacto de la débil actividad sobre la solvencia de las familias y empresas, sino a las posibles regulaciones adicionales o a la actualización contable que exigirán las nuevas autoridades supervisoras en el seno de la eurozona tras la entrada en vigor de la Unión Bancaria.

Por último, no puede decirse que de los mercados de deuda pública se hayan alejado completamente amenazas de inestabilidad como las que estuvieron vigentes hasta las advertencias del BCE en septiembre de 2012. La exposición a episodios como las tensiones presupuestarias en Estados Unidos o la inestabilidad política en Italia dan cuenta de la interinidad de la situación: de

la necesidad de concretar decisiones contundentes que además de alejar los riesgos de estancamiento aseguren la rápida transición a formas de perfeccionamiento de la unión monetaria, como la constituida por la unión bancaria y la unión fiscal.

2. GESTIÓN DE LA CRISIS Y DAÑOS INSTITUCIONALES

En la gestión de la crisis no se ha actuado con la celeridad y contundencia equivalente a la que se llevó a cabo en Estados Unidos. En realidad, se ha primado la pretensión por fortalecer la capacidad de pago de los deudores a través de esas políticas de austeridad hoy reveladas ineficaces, en lugar de hacerlo mediante la prudente combinación de credibilidad en esa pretensión de saneamiento de las finanzas públicas y decisiones favorecedoras del crecimiento económico, de la generación de rentas con las que atender el servicio del endeudamiento, tanto privado como público. La austeridad no ha resultado expansiva, sino que llevándose a cabo de forma simultánea en todas las economías y con muy poco margen de maniobra de la política monetaria, ha acentuado sus efectos procíclicos.

Se han tratado también de definir actuaciones tendentes a paliar las limitaciones originales de la unión monetaria, pero sin el grado de concreción suficiente. Sin duda la más urgente es la unión bancaria, dada la todavía vigente vinculación entre la situación de algunos sistemas bancarios y la vulnerabilidad en los respectivos mercados de deuda pública. De esa situación de interinidad dan cuenta los distintos indicadores de fragmentación financiera que todavía hoy se registran en el seno de la unión monetaria, y limitan seriamente la intensidad de la recuperación de la inversión en las economías del sur.

La profundización del mercado interior, de forma particular en los servicios, ha de ser tan prioritaria como la restauración del hoy fragmentado sistema financiero, mediante la enunciada Unión Bancaria (UB). De los cuatro pilares de la Unión Bancaria el ahora más necesario es la definición de la autoridad de resolución de crisis: la especificación de los términos del "bail-in" y del consiguiente respaldo fiscal. Y las reglas de decisión que han de regir ese mecanismo, sin necesidad de que sea la unanimidad la condición necesaria.

Las instituciones europeas han sufrido como consecuencia de esta crisis el mayor descrédito en los 56 años de su existencia. No solo los ciudadanos

han debilitado su confianza en la dinámica de integración, sino que las propias instituciones comunitarias disponen hoy de menor predicamento en la escena global. A todo ello no es ajena la forma en la que se ha gestionado la crisis, y en especial, los muy dispares resultados entre la población que ha generado.

Exponentes de ese deterioro en el respaldo ciudadano son la emergencia de partidos políticos populistas y basados en el euroescepticismo, contrarios al fortalecimiento de la integración europea, en algunos países de la Unión. Así como las cada vez más explícitas actitudes entre amplios grupos de población opuestas a la libre movilidad de las personas, una de las libertades más características de la integración europea. El impacto de los ajustes presupuestarios sobre las partidas de bienestar social ha situado a los emigrantes en el centro de atención de un número creciente de ciudadanos descontentos. La animadversión no es solo contra los inmigrantes de terceros países, sino contra los provenientes de otros países comunitarios. Pero, siendo cierto que la proporción de otros ciudadanos comunitarios se ha duplicado en la última década, en la actualidad alcanza un modesto 2,6% de la población. Si solo se consideran los 15 países anteriores a la ampliación ese porcentaje alcanza el 3,2%. Son cifras que dan cuenta de la escasa fundamentación real del problema y de su probable utilización en el debate político sobre las consecuencias de políticas presupuestarias con una orientación tan severa y procíclica como las practicadas en la práctica totalidad de los países de la UE.

Como ha destacado recientemente Charles Grant (2013) en un documento del CER, gran parte de la desafección con la UE deriva de la gestión de la crisis de la eurozona. “En muchos países la contracción del crecimiento y la elevación del desempleo ha dado a la integración europea un mal nombre” y eso tiene que ver con la percepción de pérdida de calidad democrática. Los Parlamentos nacionales y los correspondientes gobiernos están perdiendo capacidad de decisión a favor de instituciones surgidas tras la crisis sin el correspondiente respaldo democrático. Es el caso de la “Troika” – Comisión Europea, BCE, FMI– constituida en el gobierno económico de hecho en los países de la periferia.

En ese mismo informe del CER, Paul de Grauwe (2013) subraya la sorpresa generada por la actuación de la Comisión: en lugar de proteger a las naciones deudoras ha asumido el papel de agente de las naciones acreedoras en el

seno de la eurozona, presionando por la aplicación de políticas basadas en la austeridad, cuyos resultados son los más visibles en términos de contracción del crecimiento económico que en el esperado saneamiento de las finanzas públicas.

3. INTERGUBERNAMENTALISMO Y PODER ALEMÁN

El debilitamiento institucional y del sistema de gobierno de la UE es uno de los daños más explícitos. En la gestión de esta crisis, en particular a partir de la primavera de 2010, el papel de la Comisión Europea ha sido gradualmente sustituido por instancias intergubernamentales en las que la influencia del gobierno alemán ha terminado siendo dominante, disponiendo de capacidad de veto de hecho en no pocas decisiones esenciales para una rápida superación de la crisis. Consecuencia de ello son las tensiones en el seno del propio grupo de países que conforman la eurozona y la erosión de la solidaridad intracomunitaria.

No deja de llamar la atención que esa subordinación de la Comisión a decisiones de algunos gobiernos haya sido simultánea a la asunción de un mayor poder aparente de la propia Comisión en la definición de las políticas económicas de los gobiernos nacionales. El exponente más destacado al respecto es la exigencia de supervisión de los presupuestos nacionales antes de que lo hagan los correspondientes parlamentos.

Esa cesión de soberanía, debería ser simultánea a la disposición de mecanismos específicamente comunitarios de gestión de la crisis. En especial de resolución de las asimetrías fiscales que perviven en el seno de la eurozona. En este contexto es de todo punto necesario el fortalecimiento y la clarificación en la toma de decisiones del “European Stability Mechanism” (ESM), eliminando por ejemplo, el poder de veto.

Todo ello no está precisamente reduciendo la desafección y distanciamiento de las instituciones europeas. Una prueba de esa erosión de la confianza de los ciudadanos la ha aportado la encuesta tras la victoria de la canciller Ángela Merkel en las elecciones parlamentarias de septiembre. El informe anual “Transatlantic Trends”, realizado una semana después de las elecciones por el German Marshall Fund, incluyendo encuestas en once países más Turquía en las que se incorporan las opiniones sobre la gestión de la canciller en la crisis de la eurozona. Junto al manifiesto respaldo de los

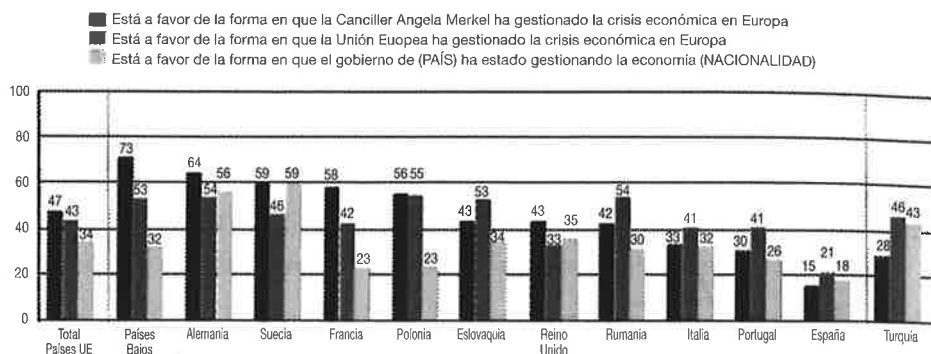
Europeos del norte, incluso de Francia, los de la periferia manifiestan algo más que decepción. Cabe destacar la opinión de los españoles, de los que únicamente el 15% apoyan la gestión de la canciller. Los portugueses y los italianos tampoco son especialmente entusiastas, como se aprecia en el gráfico adjunto.

Es comprensible que sean los ciudadanos de la UE más afectados por la crisis los que tienden, según esa encuesta, a presentar los índices más elevados de descontento con la gestión de la crisis llevada a cabo por la UE. En España los que muestran disconformidad son el 75%, y en Francia, Portugal, Reino Unido superan ampliamente el 50%.

Pero más allá de la opinión sobre políticos concretos ese mismo estudio refleja el creciente descontento de los europeos con la Unión Europea y el euro, al tiempo que el ensanchamiento entre las economías pujantes y las que están todavía en dificultades.

En efecto, tan relevante como esa manifiesta insatisfacción es la opinión mayoritaria en la dirección de mantenerse en el euro. El problema es que esa pertenencia a la eurozona coincide con la opinión creciente de reducir la capacidad de decisión de las propias instituciones europeas en materia de política económica. El 68%, 11 puntos más que en 2012, está en contra de otorgarle mayor autoridad a la UE en el control de la política económica y presupuestaria de cada país; solo un 26% está a favor. En Alemania, único país donde el año pasado la mayoría se inclinaba por un mayor control de la UE sobre los presupuestos nacionales, este año esa cifra ha descendido al 37%. En España, solo el 21% (el 42% el año pasado) prefiere otorgarle mayor autoridad a la UE en el control de la política económica, al igual que el 28% de los italianos (15 puntos menos que en 2012), el 29% de los franceses (11 puntos menos) y el 37% de los alemanes (16 puntos menos). También aumenta entre los europeos la percepción de que la pertenencia a la UE ha tenido un efecto negativo en la economía nacional, sobre todo en los países más dañados por la crisis. En la fecha de esa encuesta, un 44% de los españoles afirmaba que la pertenencia de su país a la Unión Europea ha tenido un efecto negativo en su economía.

Gráfico 3: Valoración comparativa de la gestión económica.
Base: total de entrevistados



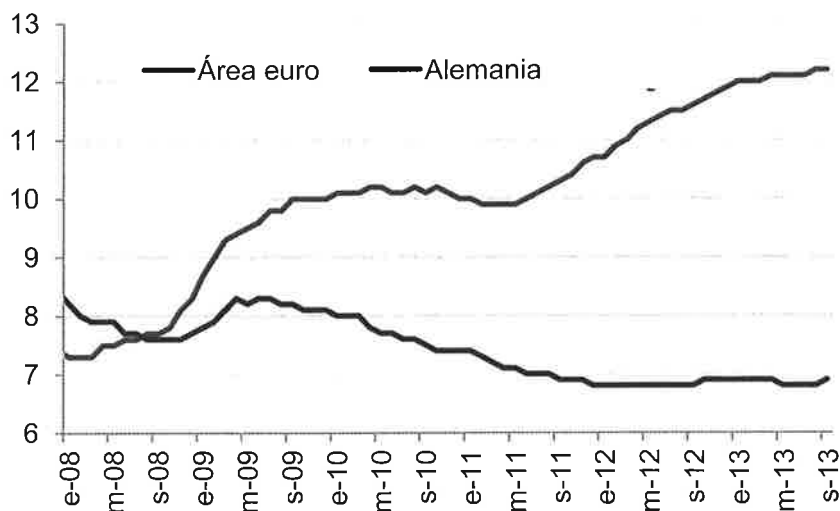
Fuente: Trasatlantic Trends, 2013. The German Marshall Fund of the United States.

4. DIRECCIONES DE CAMBIO

Recuperar ritmos de crecimiento suficientes para que las economías crezcan, lo hagan el empleo y la solvencia privada y pública exige cambios de significación en las políticas económicas hasta ahora dominantes. Es necesario que sean las autoridades alemanas las que procuren que el ajuste cambie de dirección. Hasta ahora, han sido las economías periféricas las que han llevado a cabo la denominada devaluación interna. Pero a partir de ahora sería conveniente que Alemania acompañara propiciando políticas expansivas que hicieran que el ajuste fuera más simétrico. El margen de maniobra existe, como refleja el desigual impacto en términos de desempleo que la crisis ha impuesto en las diferentes economías de la eurozona, tal como refleja el gráfico adjunto.

Georges Magnus (2013) así lo subraya. Junto a la responsabilidad conjunta que se derivaría de una completa unión bancaria, las políticas macroeconómicas deberían propiciar estímulos claros en las economías centrales. La contribución alemana vuelve a ser central según Magnus (2013). Tolerando que su tasa de inflación creciera por encima de ese 2% que mantiene como objetivo el BCE, desde luego por encima del promedio de la eurozona, con el fin de que el ajuste en precios relativos no condujera la tasa de inflación en las economías del sur a niveles cercanos a cero. De no ser así, el despalancamiento en esas economías más dañadas sería difícil y de consecuencias complicadas para sus sistemas bancarios.

Gráfico 4: Desempleo en la eurozona.



Fuente: Afi, Datastream.

El incremento en las rentas alemanas o el aumento de la inversión pública, serían decisiones convenientes a este respecto. La necesidad de esta última está avalada no solo por la conveniencia de ese ajuste compartido, sino por las propias carencias alemanas. Junto a ello, el Banco Europeo de Inversiones (BEI) podría ampliar su base de capital con la que llevar a cabo proyectos de inversión que atendieran específicamente las necesidades de las PMEs, especialmente en el sur de Europa, donde la importancia relativa de esas empresas es mayor en la contribución al crecimiento del PIB y del empleo. La Comisión Europea debería igualmente articular el enunciado fondo para el empleo de los jóvenes y para el fomento de la movilidad intraeuropea. Más allá del impacto concreto sobre la demanda de estas medidas, señalarían en la dirección de fortalecimiento de las instituciones y del mercado interior.

Lo anterior debe ser compatible con el mantenimiento por el BCE de la orientación adaptativa de su política monetaria, sin que se pueda descartar, como sugiere el FMI (2013) reducciones adicionales de tipos de interés y actuaciones no convencionales como las llevadas a cabo en otras economías avanzadas con resultados reales y financieros mejores que los observados en la eurozona.

Se trata, en definitiva, de conseguir, más de seis años después de iniciada la crisis, que el proyecto de la moneda única perdure, y que lo haga sin sacrificar más potencial de crecimiento y bienestar que el que ya han ofrecido políticas distantes de la estricta racionalidad económica.

Bibliografía

- De Grauwe, P., (2013), “The creditor nations rule in the eurozone” en *The Future of Europe’s economy. Disaster or deliverance*, CER, septiembre.
- Grant, C., (2013), “Introducción a *The Future of Europe’s economy. Disaster or deliverance*, CER, septiembre.
- Magnus, G. (2013) “Europe needs an alternative to stagnation and fragmentation” en *The Future of Europe’s economy. Disaster or deliverance*, CER, septiembre.
- Ontiveros, E. (2011) “El sufrimiento de Europa” *Revista de Occidente*. Fundación Ortega y Gasset Gregorio Marañón nº 367, diciembre.
- Ontiveros, E. (2013) “*A Progressive Growth Strategy for Spain* [versión en alemán *Eine Progressive Wachstumsstrategie für Spanien*], Friedrich Ebert Stiftung.