

Emilio Ontiveros Baeza*

REVELACIONES DE LA CRISIS DE LA EUROZONA

Esta crisis está revelando serias limitaciones: en la concepción de la fase final de la unificación monetaria de Europa, pero también en la disposición de mecanismos para una gestión eficaz por los Gobiernos y las autoridades europeas. Se revisa igualmente la permeabilidad de esa crisis al sistema bancario de la eurozona y, finalmente, el impacto de la misma en la economía española.

Palabras clave: bonos públicos, integración fiscal, crisis bancaria, BCE.

Clasificación JEL: F33, F36, G15.

1. Introducción

La metamorfosis de la crisis más compleja y severa desde la Gran Depresión, afectó a la zona monetaria europea en dos ámbitos: el derivado del contagio inicial a través de la extensión de la desconfianza en las estructuras portadoras de hipotecas «subprime», y el estrechamiento de la apelación a los mercados mayoristas, donde se fondea la comunidad bancaria. Más tarde, y de forma mucho más específica y virulenta, el epicentro de la crisis se localizó en los mercados de deuda pública de la eurozona. La severidad y prolongación de esa crisis, en cierta medida debida a una gestión que ha adolecido de serias limitaciones, se ha constituido en el origen de la inestabilidad que hoy sufre el sistema bancario de la eurozona y en el más importante determinante de la desaceleración de la actividad real que ya domina toda la región.

A pesar de las decisiones adoptadas, en la segunda semana de octubre de 2011, no han quedado del todo

despejadas las amenazas que, en especial a lo largo del último semestre, han pesado sobre la propia viabilidad de la moneda única, la más emblemática consecución de la dinámica de integración europea. Como no hay mal que por bien no venga, puede confiarse que esta crisis acabe obligando a revisar aspectos centrales vinculados a la propia conformación de la unión monetaria, a fortalecer su viabilidad en un entorno financiero más complejo que el que la alumbró. Pero, a tenor de la experiencia deducida de estos dos últimos años, el lector tiene derecho a ser escéptico: esa confianza no deja de ser un ejercicio de voluntarismo, sin respaldo suficiente en la gestión de las autoridades nacionales y comunitarias.

El objetivo de las notas que siguen es revisar algunos de los aspectos más destacados que están jalonando esta crisis. A modo de manifestaciones de las que deducir lecciones, se revisan algunas de las limitaciones en la concepción de la propia unificación monetaria: las derivadas de la gestión política de la crisis por los Gobiernos y las autoridades europeas, la permeabilidad de esa crisis al sistema bancario de la eurozona y, finalmente, el impacto diferencial que la misma está teniendo sobre la economía española.

* Presidente de AFI. Catedrático de Economía de la Empresa en la UAM.

2. Pecados originales

La más severa crisis de la eurozona se desencadenó por la percepción del creciente riesgo de insolvencia en algunas de las economías periféricas. El detonante fue el estado real de las finanzas públicas griegas, pero pronto la desconfianza, acerca de su sostenibilidad, se extendió a otras economías. La propagación y, en todo caso, la gestión de esta crisis se presentan tributarias de serias deficiencias en la concepción de la propia unificación monetaria. Claro que la heterogeneidad de las 17 economías que hoy conforman la unión monetaria es una importante dificultad, tanto más relevante cuanto más desiguales están siendo las consecuencias de la propia crisis económica. Ni las condiciones de convergencia nominal inicialmente establecidas como barreras de entrada a la fase final de la unificación monetaria, ni las más exigentes que la literatura académica demandaba a una zona monetaria óptima, se han satisfecho en esta larga década de vida de la UME. Tampoco se dispuso de un plan de integración fiscal entre las economías con la misma moneda. En mucha menor medida se anticipó la necesidad de disponer de un mecanismo de gestión de episodios de inestabilidad financiera, debido a la severidad que está revelando esta crisis.

Todas ellas eran dificultades relevantes, conocidas desde el momento de concepción de la integración monetaria. Limitaciones que deberían haber sido, al menos, suavizadas a medida que se perfeccionaba la dinámica de unificación monetaria. Ahora es fácil convenir que la supervisión y gestión de esa integración monetaria debería haber estado acompañada del reforzamiento de la integración en otros ámbitos precisos, para que las limitaciones iniciales no amenazaran la propia viabilidad de la eurozona.

Al poco tiempo de que emergieran las primeras señales de la crisis de la deuda pública, esas insuficiencias se revelaron en toda su extensión, en particular las derivadas de una inexistente integración fiscal. En una unión monetaria la capacidad para gestionar una crisis no radica tanto en los países aislados, como en el conjunto.

Paul de Grauwe (2011a y b) ha ilustrado muy bien las paradojas derivadas del reducido margen de maniobra del que dispone un país en el seno de una unión monetaria para hacer frente a amenazas de los mercados financieros. Lo ha hecho poniendo como ejemplo el desigual tratamiento que los mercados de bonos han concedido a los emitidos por los Gobiernos de España y Reino Unido. Siendo la deuda pública más reducida en España (desde el inicio de la crisis financiera la ratio de deuda pública sobre el PIB del Reino Unido se ha incrementado más que la de España, hasta representar 17 puntos porcentuales más que el 72 por 100 de España, en 2011), y no peor la salud de su sistema bancario, los mercados no han dejado de aumentar el diferencial del bono español frente al británico. La explicación no es otra que el control que Reino Unido ejerce sobre la moneda en que está denominada su deuda. Los miembros de una unión monetaria emiten su deuda pública en una moneda que no controlan. Eso significa que los mercados de bonos disponen de la capacidad para forzar la suspensión de pagos en estos países. Se trata, en cierta medida, de una situación no muy distinta a la que afrontaron algunas economías emergentes obligadas a endeudarse en moneda extranjera: están expuestas a ese *sudden stop* en las entradas de capital, analizado por Calvo (1998) y Calvo *et al.* (2004) entre otros, que acaban provocando una crisis de liquidez. Todo ello sin que la liquidez proveniente de las ventas masivas de bonos españoles disponga del efecto inicialmente beneficioso derivado de una depreciación de la moneda, que no existe. Recordemos que la depreciación de la libra esterlina desde el inicio de la crisis de la deuda ha superado el 25 por 100 contra el euro.

3. Reacciones tardías e inadecuadas

Las respuestas de las autoridades, las de las economías afectadas, pero también las de las consideradas centrales y, las propias comunitarias, no han sido precisamente las más adecuadas ni, desde luego, las más diligentes. Esas limitaciones se han manifestado en tres ámbitos fundamentales.

— En primer lugar, en la incapacidad para diagnosticar inicialmente la naturaleza de los problemas en las finanzas públicas de algunas de las economías periféricas que desencadenaron la crisis de la deuda pública. La no por tópica menos relevante diferenciación entre los problemas de liquidez y los de solvencia, volvió a condicionar el diseño y aplicación de las políticas adecuadas. Lejos de aislar las tensiones en las economías griega, irlandesa y portuguesa, estas se propagaron rápidamente entre las tres y más tarde afectaron a las posiciones de deuda pública italiana y española. Las señales de extensión del contagio también empezaban a ser explícitas en las cotizaciones de los títulos de Bélgica, Francia, e incluso Holanda.

— La tardanza en hacer operativo el mecanismo de rescate inicialmente concebido, así como una insuficiente coordinación entre las autoridades nacionales y comunitarias constituye la segunda limitación, dificultando el aislamiento del contagio griego. Los mercados no han asimilado la disposición, ni la capacidad, de las instituciones comunitarias para evitar la suspensión de pagos de Grecia, cuya deuda pública se ha mantenido en permanente renegociación desde la emergencia de las primeras dificultades políticas. En esa tardanza y en la incapacidad de aislamiento efectivo de los problemas griegos han tenido una influencia excesiva consideraciones políticas, electorales, en alguna de las economías centrales de la eurozona. Las anomalías, cuando no manifiestas irregularidades y engaños en la contabilidad pública griega, unidas a la desconfianza inicial en sus autoridades para concretar un plan de saneamiento efectivo, han ido fortaleciendo la impopularidad de los apoyos a ese país entre la población de los principales países contribuidores al fondo de rescate, en Alemania de forma destacada. Esa mayoritaria actitud de los electores alemanes contraria al apoyo a las economías periféricas sigue constituyendo un poderoso condicionante de la solución a corto plazo de la crisis.

La concepción de la *European Financial Stability Facility* (EFSF) estuvo asociada a una suerte de «condicionalidad *a priori*»: a la extensión de las exigencias de

ajuste a todas las economías vulnerables, con bastante independencia de la magnitud de su deuda pública. En realidad, la exigencia de aplicación de políticas fiscales restrictivas, además de generalizada, reclamaba una aplicación inmediata. Cuando las economías ya exhibían una manifiesta debilidad, no solo consecuencia de esa crisis, de la continuidad de la prolongación del racionamiento del crédito bancario o de la casi generalizada desaceleración del ritmo de crecimiento en todos los países de la eurozona, todas mantenían políticas fiscales contractivas. Esa orientación procíclica no consiguió el favor de unos mercados de bonos públicos que empezaron a cotizar con mayor vinculación la ausencia de crecimiento económico y, en todo caso, la correspondiente a una acción política suficientemente coordinada. Las primas de riesgo de las economías que han hecho mayor esfuerzo de ajuste seguían amenazadas, contenidas únicamente por las intervenciones compradoras de bonos del Banco Central Europeo (BCE).

Hoy ya se admite, como el propio FMI sugirió, que lo más adecuado hubiera sido equilibrar las actuaciones tendentes a fortalecer la credibilidad del saneamiento de las finanzas públicas a medio plazo con actuaciones orientadas a evitar una mayor desaceleración económica a corto plazo. Desde luego en aquellas economías con posiciones financieras menos extremas y menor objeto de escrutinio por los mercados de bonos. Es pertinente a este respecto el recordatorio de Adam Posen (2011) de que cada una de las principales crisis financieras que determinaron contracciones reales estuvieron seguidas de un prematuro abandono, cuando no de manifiestos retrocesos, de las políticas macroeconómicas de estímulo que eran necesarias para mantener la recuperación. Y con ella, desde luego, la solvencia.

Contrastan a este respecto las actuaciones adoptadas en EE UU frente a las adoptadas en la eurozona. Tanto el déficit como el *stock* de deuda pública en EE UU son significativamente superiores a los correspondientes de la eurozona. Como ha destacado, entre otros, Paul de Grauwe (2011), desde 2007 la ratio deuda pública sobre el PIB creció mucho más rápidamente en EE UU que en

la eurozona, hasta el punto de que en 2010 la correspondiente a EE UU era 10 puntos porcentuales superior a la de la eurozona. Esa ventaja no se utilizó adecuadamente para evitar la propagación de la crisis.

— El tercer frente de actuaciones para neutralizar la extensión de la crisis, el que ha pivotado en torno al BCE, merece una valoración dual. Favorable en las decisiones destinadas a paliar las dificultades de financiación de los bancos derivadas de los fallos en los mercados mayoristas, así como su distribución temporal. Esa adecuación en las decisiones de apoyo a la liquidez no ha encontrado su correspondencia en las basadas en los precios, en la definición de los tipos de interés de referencia. Las tres elevaciones del tipo repo en plena crisis han sido el reflejo de una excesiva obsesión antiinflacionista a la que la propia evolución de la crisis no le ha concedido virtualidad alguna. Caben pocas dudas de las inoportunas señales que constituyeron las elevaciones de 2008 y las dos últimas, interpretando erróneamente los repuntes temporales en los precios de las materias primas como amenazas a la estabilidad de precios a medio plazo de la eurozona, a diferencia de lo que su componente subyacente y las propias expectativas de los mercados mantenían. Ello tuvo lugar coincidiendo con muestras suficientes de que la economía de la eurozona abordaba una seria contracción en su ritmo de crecimiento. Esa priorización del temor por la inestabilidad de precios no favorece precisamente la recuperación económica, necesaria para que la crisis de la deuda pública entre en una fase menos amenazante. La tardanza en la corrección de esos errores, aun cuando no sea en las circunstancias actuales piezas decisivas, si denota una rigidez e intransigencia difíciles de conciliar con la flexibilidad operativa que precisan las autoridades. También revela una capacidad de análisis limitada, o probablemente demasiado subordinada a inútiles preconcepciones.

4. Salud bancaria vulnerable

La prolongación de la crisis ha terminado por afectar, de forma muy directa, a los sistemas bancarios de la eu-

rozona. A la persistencia de los problemas de financiación en los mercados mayoristas que emergieron en los primeros momentos de la crisis, en el verano de 2007, se ha ido añadiendo la erosión en el valor de mercado de los activos bancarios. Los de naturaleza inmobiliaria inicialmente, pero luego otros, sin apenas excepción a medida que el crecimiento de las economías se contraía. Como es lógico, han sido las carteras de deuda pública de las economías de la eurozona las más castigadas en el último año. Es la desvalorización de estos activos la que ha convertido las amenazas bancarias en genéricas, con bastante independencia de sus países de origen. La mayoría de los bancos considerados «sistémicos», por su dimensión y grado de internacionalización, mantienen importantes inversiones en deuda pública, al tiempo que acusan, en estos meses finales de 2011, los efectos de las políticas económicas de la eurozona orientadas, casi exclusivamente, al ajuste de las finanzas públicas, contractivas de un ritmo de crecimiento económico que ya daba en el segundo trimestre del año muestras de pronunciada desaceleración en todo el mundo. Es un hecho, conviene recordarlo, que ha sido esa combinación de políticas de una austeridad mal entendida, en un entorno económico global marcado por la debilidad, la que ha terminado convirtiéndose en el más poderoso obstáculo a la gestión de la crisis de la deuda soberana.

Tras dos conjuntos de *stress tests*, la Comisión Europea lanzaba, en la segunda semana de octubre, una iniciativa tendente a la recapitalización de los bancos de la eurozona, de la que no estaba ausente el escepticismo acerca de su virtualidad para neutralizar las amenazas sobre algunos bancos.

5. Economía española. La corrosión de la deuda privada

El comportamiento de la economía española, en los 12 años que concluyeron en 2008, es suficientemente ilustrativo de algunas de las ventajas asociadas a la pertenencia de la UME. En especial de aquellas derivadas

de la abundancia de flujos de capital internacional a tipos de interés históricamente reducidos. En sí mismos constituyeron un poderoso estímulo al ensanchamiento de los déficit por cuenta corriente de la balanza de pagos. Esa era una de las consecuencias previsibles de la participación en una unión monetaria con economías tradicionalmente estables y con gran capacidad de ahorro, como la alemana, entre otras. A estas últimas también se le ofrecían oportunidades de inversión en esas economías luego consideradas periféricas con una superior rentabilidad; además del asociado fortalecimiento de la capacidad de adquisición de bienes y servicios provenientes de las economías centrales.

El déficit por cuenta corriente de España al término de 2007, cuando se desencadena la crisis en EE UU, alcanzaba el 10 por 100 del PIB, después de una larga fase en la que ese desequilibrio no dejó de aumentar. Era en la deuda acumulada fundamentalmente por el sector privado donde se concretaban buena parte de esos flujos de ahorro exterior. Las finanzas públicas, por su parte, no definían serios desequilibrios: en 2007 la deuda pública se encontraba por debajo del 35 por 100 del PIB y el presupuesto arrojaba un superávit en torno al 2 por 100 del PIB. No fueron estas cifras las que más inquietaron a los mercados financieros cuando la crisis se acabó estableciendo en los mercados de deuda soberana de la eurozona.

En la penalización relativa del riesgo público español también ha influido, de forma significativa, la presunción de que las finanzas públicas se deteriorarán a un ritmo mayor en los próximos años, como consecuencia de las dificultades para atender el *stock* de deuda privada en ausencia de crecimiento económico suficiente y de oportunidades de desapalancamiento. Este es el centro del problema diferencial español, la verdadera rémora de un patrón de crecimiento dominante en la década que concluye con la crisis financiera global. La permeabilidad de ese cuadro con la estabilidad bancaria ha sido suficientemente explícita a medida que esta crisis ha cobrado intensidad. España no podía ser menos. En una de las economías más bancarizadas de la OCDE, la gran mayoría de ese endeuda-

miento privado se encuentra en los balances de bancos y cajas de ahorros españoles, amenazando márgenes y recursos propios; condicionando también las posibilidades de refinanciación de pasivos en unos mercados mayoristas muy distantes, durante cuatro años, de su normal funcionamiento.

El colapso del sector de la construcción residencial, durante muchos años el de más intenso crecimiento económico y creación de empleo, además de reducir la expansión de la economía y ser responsable de más de la mitad del desempleo generado desde 2007 también ha contribuido de forma significativa al deterioro de la calidad de los activos bancarios. De la inversión crediticia total una parte muy significativa se concretaba en el sector inmobiliario, en operaciones con promotores y con familias. Tras el desplome de la demanda y una tasa de paro históricamente elevada, la calidad de esos activos se deterioró rápidamente. Los márgenes también acabaron siendo tributarios del muy reducido crecimiento económico y del encarecimiento de esa renovada guerra por el pasivo captado de clientes, como respuesta al difícil acceso a los mercados mayoristas. Estos problemas de financiación comentados en el anterior apartado son comunes a otros sistemas bancarios, pero algo más explícitos en el español, dada la mayor concentración de vencimientos. Ello explica, también, que haya sido el español uno de los que, en mayor medida, ha apelado a las facilidades de financiación del BCE hasta el momento.

La creación de la EFSF, la presunción de que España podría llegar a ser uno de los países que pudiera necesitar acudir a la misma, obligó a las autoridades españolas a asumir una orientación restrictiva en sus finanzas públicas, a partir de mayo de 2010. En un contexto de debilitamiento de la demanda exterior, único soporte del reducido crecimiento económico español, la economía española abordaba el final de 2011 con una marcada desaceleración y aumentos adicionales en la tasa de desempleo. Eran estas pobres posibilidades de crecimiento económico a corto plazo las que, además de constituir el principal argumento en decisiones de reducción del *rating* de la deuda pública y de las entidades

bancarias, presionaba a la baja las cotizaciones en los precios de los bonos públicos, y hacía de España una de las economías problemáticas de la eurozona.

El saneamiento de los deudores privados, el dinamismo de las exportaciones hasta la primera mitad del año y la contracción de las importaciones eran los responsables de que el déficit por cuenta corriente alcanzara un nivel ciertamente reducido, del 3,5 por 100 del PIB. Notable contraste con aquel 10 por 100 que por sí solo sintetizaba los efectos de la pertenencia de España en una unión monetaria con economías con elevado ahorro y oportunidades de inversión menos rentables a corto plazo. Esa reducción de las necesidades de ahorro externo son apenas un paliativo a los esfuerzos que empresas y familias deberán seguir manteniendo para reducir su nivel de apalancamiento. Y son esos esfuerzos los que seguirán constituyendo un freno a la recuperación del crecimiento económico y del empleo. Una dificultad añadida a la recuperación de la solvencia privada.

6. Conclusión. Más integración política

La excepcional severidad de la crisis apenas permite dos escenarios extremos de solución: la ruptura o fragmentación de la eurozona, por un lado, o la aceleración de la transición hacia una mayor integración fiscal, por otro.

Los costes y beneficios que se derivarían de cada uno de esos desenlaces apenas dejan margen de duda acerca del balance neto negativo de la primera opción. No se entiende un escenario tal si no es por el dominio de perturbaciones en los procesos de decisión política. Es difícil identificar bajo ese escenario de exclusión o autoexclusión del euro de algunos países ventajas económicas. Con independencia de su complicada concreción jurídica, es fácil asumir que la ruptura de la moneda única constituiría una muy seria amenaza no solo a la dinámica de perfeccionamiento de la integración, sino igualmente a la defensa de lo ya conseguido.

Más integración en los distintos ámbitos económicos que precisa una unión monetaria y más gobierno común constituyen la única dirección de las actuaciones ten-

dentes a compensar los principales pecados originales con los que nació el Tratado de Maastricht, en el que se basó esta unión monetaria hoy amenazada.

En la transición a esa mayor integración fiscal, en la que la complejidad jurídica y las perturbaciones políticas pueden ser amplias, debería asumirse como mecanismo de transición cualquiera de los que posibilite asegurar mutuamente la solvencia. Ello es perfectamente compatible con un mayor protagonismo del BCE en la adquisición de deuda pública de aquellas economías solventes, pero dañadas por las anomalías en el funcionamiento de los mercados de bonos.

Esas actuaciones estrictamente orientadas a paliar las limitaciones de la actual unión monetaria, no deberían excluir a aquéllas otras específicamente destinadas a mejorar los métodos de toma de decisiones en la eurozona, su gobernación, en definitiva. Limitar las actuaciones intergubernamentales y fortalecer la Comisión y el Parlamento europeos son condiciones necesarias para que ese proceso de transferencias de soberanía fiscal, a instancias comunitarias, esté suficientemente amparado en el horizonte de perfeccionamiento de la integración política de Europa.

Referencias bibliográficas

- [1] CALVO, G. A. (1998): «Capital Flows and Capital-Market Crises: The Simple Economics of Sudden Stops», *Journal of Applied Economics* 1 (1): 35-54. <http://ideas.repec.org/a/cem/jaecon/v1y1998n1p35-54.html>.
- [2] CALVO, G. A.; IZQUIERDO, A. y MEJÍA, L.-F. (2004): «On the Empirics of Sudden Stops: the Relevance of Balance-Sheet Effects», *NBER Working Paper No. 10520*. <http://www.nber.org/papers/w10520>.
- [3] DE GRAUWE, P. (2011a): «The Governance of a Fragile Eurozone», abril. <http://www.econ.kuleuven.be/ew/academic/intecon/Degrauwe/>
- [4] DE GRAUWE, P. (2011b): «Debt Sustainability Inside and Outside a Monetary Union», Paper prepared for the seminar «Fiscal sustainability in the euro area and In the US» at the occasion of the delivery of the 11th Germán Bernácer Prize, Bank of Spain, 1 junio.
- [5] POSEN, A. (2011): «How to do More», Bank of England, 13 septiembre.