
El sufrimiento de Europa

Emilio Ontiveros

La crisis que desde hace más de dos años sufre la eurozona en sus mercados de deuda pública erosiona de forma muy significativa el bienestar de los ciudadanos que comparten moneda. También está generando tensiones sociales significativas que amplían la desafección y el distanciamiento de todas las instituciones comunitarias. La confianza en los gobiernos nacionales, en su capacidad de gestión y de mínima coordinación con los demás para favorecer salidas de la crisis, también se encuentra en niveles muy reducidos, preocupantes. Lejos de aliviarse, en los últimos meses las tensiones en los mercados de bonos soberanos han impactado en la solvencia bancaria, conformando una crisis de complejidad y potencial severidad sin precedentes. Tampoco sería difícil convenir en este punto que esa complejidad parece exceder a las habilidades que exhiben los responsables de las instituciones que deberían concurrir en la administración de soluciones.

Esa inquietud no es exagerada. Un mal desenlace de la crisis financiera puede echar por tierra buena parte de lo conseguido en

más de medio siglo de empeños por perfeccionar la dinámica de integración. El peor, desde luego, sería el constituido por la fragmentación, o cualquier forma de diferenciación entre países, en el seno de la unión monetaria. Aun cuando no le asignemos excesivas probabilidades, otros desenlaces menos radicales, como la eventual «intervención» o «rescate» de otras economías adicionales, además de comprometer seriamente la recuperación económica en la zona monetaria, podría derivar en una crisis institucional en el conjunto de la UE cuyo alcance es difícil de precisar.

Contagio e ineficacia política

La creación de la moneda única fue el más ambicioso de los proyectos de perfeccionamiento de la integración europea: el más expresivo de esa voluntad de federalización política que subyacía en los planteamientos de sus fundadores. Cuando se definió el horizonte de la integración monetaria a mediados de la pasada década, no faltaban razones para asumir aquella premonición que formuló Jacques Rueff en 1949: «Europa se hará por la moneda, o no se hará». Pero como ahora estamos verificando con elocuencia sobrada, aquel proyecto de unificación monetaria tan ambicioso como singular no estuvo acompañado de avances significativos en otras formas de integración. Particularmente relevantes eran las conducentes a una mayor coordinación fiscal, que procuraran cuando menos paliar algunas otras limitaciones de partida, de concepción de la unificación monetaria. Esos pecados originales no solo se podrían definir por referencia a las estipulaciones del paradigma de las zonas monetarias óptimas, sino fundamentalmente a esa voluntad de mejora de los mecanismos de coordinación política y del funcionamiento de las instituciones comunes.

La crisis que sufre la eurozona tiene su origen en el sistema financiero estadounidense, en malas prácticas de los operadores financieros, de sus reguladores y supervisores en un segmento del mercado hipotecario de aquel país. Pero el fácil contagio derivado de la elevada integración financiera existente en el seno de las economías avanzadas pronto afectó a Europa. El elevado endeudamiento privado y público de la mayoría de las economías de la eurozona y, no menos importante, una pésima gestión política de esa crisis, ha desembocado en la más grave amenaza al bienestar del continente europeo.

El desencadenante, la chispa que prende en los mercados de deuda pública de la eurozona, es la emergencia de algo más que anomalías contables en Grecia. El país que no pudo acceder en primera convocatoria a la moneda única lo hizo años más tarde manipulando los registros de convergencia nominal necesarios para ese acceso. Las irregularidades contables no se limitaron a la entrada en la fase final de la UEM. Ya en el seno del euro, la información del estado de las finanzas públicas que transmitieron las autoridades griegas no se ajustaba a la realidad. El reconocimiento de notables desfases en la deuda pública por el último gobierno, en plena crisis financiera global, desencadenó ese aumento de la desconfianza en los mercados de deuda pública y el rápido contagio a las economías consideradas periféricas. La aversión al riesgo registró incrementos sin precedentes.

En la propagación de esa desconfianza la ausencia de rápidas y suficientes decisiones comunitarias jugó un papel esencial. Claro que la magnitud de la deuda pública de Grecia, Irlanda o Portugal alcanzó niveles generadores de inquietud en los inversores internacionales. Pero esas cautelas pronto se transformaron en manifiesta desconfianza al verificar la insuficiencia de las respuestas comunitarias. La subestimación de los problemas, o el empeño en eludir cualquier situación de *moral hazard* por parte de algunos go-

biernos nacionales, alimentaron las ventas de títulos de deuda soberana, no sólo los emitidos por las tres economías que acabaron siendo rescatadas.

Esta ausencia de respuestas políticas coordinadas, impropia de quienes comparten moneda, es la limitación más inquietante. Ahora se revela en algo más que paradojas como las que ofrece el marcado contraste entre el tratamiento que conceden los mercados de deuda pública a los títulos emitidos por países europeos según formen o no parte de la moneda común. Son los casos de España y Reino Unido, que han servido de ilustración a Paul de Grauwe para subrayar las restricciones que pesan sobre las políticas económicas de los miembros de la moneda única ante una crisis como la actual. Siendo menores los desequilibrios en las finanzas públicas de España, y mayor la solvencia de su sistema bancario, los mercados de bonos imponen a los títulos del Tesoro español una prima de riesgo muy superior. Los inversores están asumiendo que la capacidad de maniobra de las autoridades del Reino Unido es significativamente mayor: su deuda está denominada en una moneda que directamente manejan sus autoridades. La situación actual de España, o de cualquier otro país penalizado por los mercados de bonos, no es muy distinta a la que padecieron algunas economías latinoamericanas en los ochenta, con problemas de atención a una deuda externa denominada en una moneda distinta a la suya.

Es precisamente el contagio a la deuda pública italiana y española, de forma expresa en el verano de 2010, el que define la entrada de la crisis en una nueva fase, mucho más severa. Es también a partir de este momento cuando la erosión de la solvencia de los sistemas bancarios pasa a constituir un problema diferencial. La crisis ya no es sólo de la deuda soberana, sino de la banca de la eurozona. Y la eurozona, recordemos, es la región más bancarizada del mundo: los activos y pasivos financieros de familias, empresas y administraciones públicas, están intermediados por las entidades

de crédito en una proporción muy elevada. Si los sistemas bancarios dejan de funcionar de forma eficiente, los restantes agentes económicos sufrirán. No sólo los muy endeudados. En este punto, los problemas de la eurozona ya no se limitan exclusivamente a las economías periféricas, sino a todas aquellas cuyos bancos definen un cierto grado de exposición a la deuda pública de los países más dañados en esta crisis.

Coordinación insuficiente, débil ritmo de crecimiento económico, contraído adicionalmente por simultáneas decisiones de ajuste presupuestario, y limitada capacidad de intervención en los mercados de bonos, son los tres factores que impiden el alejamiento de los peores escenarios en los que puede derivar esta crisis. Al día de hoy, finales de octubre, esa incapacidad política en su más amplia acepción es uno de los elementos más influyentes en la inestabilidad financiera dominante.

Aun cuando el último Consejo Europeo del 26 de octubre enunció tres ámbitos de actuación pertinentes —el establecimiento de una renegociación definitiva de la deuda griega que actúe como cortafuegos eficaz ante los riesgos de contagio, la recapitalización de los bancos considerados sistémicos y el aumento de las posibilidades operativas de la «European Financial Stability Facility», EFSF— es verdad que apenas se ha reducido el escepticismo de los agentes económicos. Éste encuentra amparo no sólo en los complicados detalles técnicos que habrán de concretarse en esas tres iniciativas, sino también en la debilidad e interinidad de la mayoría de los gobiernos nacionales que habrán de impulsarlas. A estas alturas, las señales que podrían alejar de forma definitiva esas tensiones en los mercados de deuda soberana y en los sistemas bancarios, no serían otras que las que no dejaran lugar a dudas acerca de la completa mutualización de la deuda pública y la inmediata transición hacia una integración fiscal. No hay otra vía menos costosa de superar los «pecados originales» con que nació la unión monetaria.

Ha sido la gestión de esta crisis, en mucha mayor medida que las limitaciones técnicas, la que ha denunciado una incompleta integración política. El acentuado liderazgo político existente en el momento de la concepción del proceso de unificación monetaria actuó como una suerte de adormidera de las limitaciones técnicas e institucionales. En concreto, la pretensión por creer que el convencimiento político en la disposición de una moneda y un banco central común podría desarrollar a lo largo del tiempo esa unificación económica, fiscal, política en definitiva, ausente en 1999, cuando el euro sustituyó a las monedas nacionales que en primera convocatoria accedieron a la fase final del proceso de unificación monetaria.

Ahora, la tesitura no es otra que la constituida por dos desenlaces radicales: la fragmentación de la unión monetaria o la aceleración de la transición a la unificación fiscal, como instancia desde la que completar la integración económica. Son opciones impuestas por una crisis económica y financiera cuya severidad actual no admite salidas intermedias. Aquellos pecados originales han de purgarse de forma más convulsa de lo que se podría haber hecho en ausencia de presiones tan intensas de los mercados financieros.

Decisiones de emergencia: evitar crisis bancarias y estimular el crecimiento

La espiral constituida por el deterioro en la calidad de los activos, en especial de las inversiones en deuda pública, la consiguiente erosión de la solvencia de los bancos, y la continuidad en la contracción del crédito a empresas y familias, ha aumentado de forma significativa las probabilidades de recaída de la eurozona en un cuadro recesivo. A ese debilitamiento del crecimiento económico contribuye igualmente la orientación procíclica de las políticas eco-

nómicas de la eurozona. Las presupuestarias, dominadas por una austeridad mal entendida, que además de simultánea en todas las economías, no favorecen precisamente la solvencia de las administraciones públicas. La política monetaria del BCE tampoco es la más acertada, tras esas tres elevaciones de tipos de interés de intervención a lo largo de la crisis.

Frenar esa peligrosa espiral de daños financieros y débil crecimiento económico exige tres tipos de actuaciones tan excepcionales como las amenazas que pesan sobre la viabilidad de la unión monetaria y el bienestar de sus ciudadanos. Excepcionales porque, efectivamente, significarán intervenciones extraordinarias de las instituciones en la economía, en los mercados financieros. Evitar caídas adicionales en el precio de los bonos públicos es la principal de las prioridades. Junto al aislamiento de Grecia, incluida la reestructuración del conjunto de su deuda pública, debe garantizarse capacidad de intervención suficiente, de compra de bonos públicos en los mercados, para disuadir de forma definitiva la corriente de ventas que está en el origen de ese círculo vicioso. Y es en este punto donde el papel del BCE ha de ser destacado, excediendo, efectivamente, a las actuaciones realizadas hasta ahora. Debe homologar su protagonismo en la gestión de la crisis al que han adoptado la Reserva Federal estadounidense o el Banco de Inglaterra como prestamistas de última instancia.

Esa ampliación funcional del BCE, inicialmente defendida por Paul de Grauwe (una síntesis de esa posición se encuentra en el artículo del Financial Times «Europe needs the ECB to step up to the plate», del pasado 19 de octubre), está siendo asumida por un número creciente de analistas y académicos que asumen la conveniencia de que esa institución anuncie su propósito incondicional de crear dinero para adquirir la deuda pública que sea necesaria para estabilizar los mercados de deuda soberana. Este compromiso sería mucho más eficaz y ventajoso a medio plazo para el propio BCE,

que no deja de emitir señales de incomodidad sobre su papel actual. Son señales que no fortalecen la confianza en la institución, pero sí acentúan la desconfianza cuando no el desconcierto de agentes económicos e inversores. Ni que decir tiene que las adquisiciones de deuda pública deberían ser de aquellos países que, siendo solventes, los mercados de bonos penalizan de forma injustificada.

Está en lo cierto Paul de Grauwe al alejar los temores inflacionistas que se derivarían de esas adquisiciones de bonos. Las compras de bonos públicos en el mercado secundario no financian directamente a los gobiernos, sino que contribuyen a aumentar la liquidez de esos mercados. En especial facilitan las ventas de esos bonos por los bancos, que, en general, colocan esa liquidez con el propio BCE.

Esas compras de bonos, en la escala que fuera necesario, no deberían ser incompatibles con el fortalecimiento de mecanismos e instituciones que faciliten la transición a la integración fiscal. La EFSF no es incompatible con esas actuaciones del BCE, pero es verdad que la capacidad de intervención de la EFSF es limitada, en especial a tenor de la situación actual de los mercados. La discrecionalidad del BCE sería mucho más eficaz que el apalancamiento pretendido para la EFSF. La mayor agilidad operativa del primero, dadas las restricciones que pesan sobre la toma de decisiones del fondo comunitario, es una ventaja relevante.

Desde la EFSF podría profundizarse en la condicionalidad necesaria sobre aquellas economías más directamente beneficiadas de esos apoyos a sus bonos públicos. Serían condiciones propias de una unión fiscal, que evitarían además ese problema de *moral hazard* que podría derivarse de eventuales incentivos en algunos gobiernos a no adoptar decisiones consecuentes de saneamiento fiscal, ante la expectativa de apoyo del BCE o del propio EFSF. La actuación del BCE como prestamista de última instancia reforzaría el papel de la EFSF.

Las decisiones adoptadas en el Consejo Europeo de finales de octubre procuraron transmitir la impresión de que se abordaban los problemas con decisiones en tres de los frentes más relevantes: el aislamiento del contagio griego mediante una refinanciación importante con reducción del principal en un 50 por 100; la recapitalización de los bancos considerados sistémicos y la ampliación de la capacidad operativa del considerado fondo de rescate, la EFSF. La complejidad de los detalles apenas concretados tras esa cumbre, y las evidencias de que economías como la italiana tendrán más dificultades que las previstas para conseguir el saneamiento fiscal comprometido, han contribuido a que el escepticismo haya renovado su protagonismo. Y eso se traduce en renovadas tensiones en los mercados financieros. Desde luego al verificar que siguen sin existir planes específicos para estimular el crecimiento económico. En realidad, las decisiones adoptadas en ese Consejo son contractivas: acentuarán, cuando menos en el corto plazo, la dosificación crediticia que ya es dominante en varias economías de la eurozona.

Un escenario recesivo no es en modo alguno descartable, en especial en las economías más expuestas a la inestabilidad financiera. En ausencia de crecimiento económico todos los problemas se amplifican. Los deudores públicos y privados encuentran dificultades para atender el servicio de la deuda y con ellas sufre la solvencia de los bancos, que vuelven a encontrar razones para la dosificación de la inversión crediticia.

Las economías más endeudadas son, en efecto, las que menos crecen. Pero tampoco las grandes, como Francia y Alemania, tienen ahora un mejor comportamiento que hace apenas seis meses. Están sufriendo las consecuencias de una austeridad mal administrada y del debilitamiento de la demanda en toda Europa.

El saneamiento y la garantía de sostenibilidad a medio plazo de las finanzas públicas son compatibles con el crecimiento económico. También pueden coexistir con estímulos al crecimiento las ne-

cesarias reformas estructurales que aumenten rápidamente el muy dañado crecimiento potencial de las economías.

Consideraciones finales

Es verdad que el nacimiento de la unión monetaria de Europa fue tributario de un proceso en el que el peso de la voluntad política fue mucho más importante que el diseño estrictamente técnico que habría de asegurar, a modo de plan de viabilidad, la operación más singular de la historia económica moderna. Eran personalidades políticas ciertamente singulares las que dirigían los gobiernos nacionales más importantes de Europa y la propia Comisión Europea en los momentos de la concepción de la integración monetaria. Aquellas condiciones de convergencia nominal, recordemos, no eran tanto requisitos de viabilidad de la unión como exigencias mínimas para aquellas economías que aspiraran a compartir la tradición de rigor y estabilidad de Alemania. Se trataba, en efecto, de una selectividad que, en modo alguno, garantizaba la capacidad defensiva de la eurozona en condiciones financieras tan extraordinarias como las que sufren las economías avanzadas desde el verano de 2007.

Escapar de la espiral que ha acercado a la unión monetaria a su destrucción exige, al igual que cuando se concibió ésta, gran determinación política. Más Europa, es la única salida. Y ello requiere avanzar en esas tres direcciones antes comentadas, absolutamente compatibles: estabilización financiera, estímulos al crecimiento económico y saneamiento de las finanzas públicas a medio plazo. Vuelve a ser, efectivamente, el momento de la política, con tanta o mayor razón si cabe que cuando se sentaron las bases del Tratado de Maastricht.

E. O.