



LA CRISIS DEL EURO: GÉNESIS, CONTAGIO Y ESCENARIOS DE SUPERACIÓN

The Euro crisis: Genesis, transmission and overcoming scenarios

Alfredo Arahuetes

Universidad Pontificia Comillas – ICADE

E-mail: arahuetes@comillas.edu



Autores

Gonzalo Gómez Bengoechea

Universidad Pontificia Comillas – ICADE

E-mail: gonzalo.gomez@icade.comillas.edu

Este artículo analiza el proceso de gestación y construcción de la eurozona como una unión monetaria sin unión bancaria y fiscal. Se estudian los acontecimientos recientes del área monetaria europea, se analizan los diferentes shocks asimétricos que han golpeado a los países miembros y los procesos de ajuste de las economías periféricas, hasta la puesta en marcha del programa de *Outright Monetary Transactions* (OMT). Finalmente, se señalan los diferentes caminos que la recuperación de la eurozona podría tomar a partir del año 2015, subrayando su probable supervivencia pese a las dificultades institucionales y de convergencia económica.



Resumen

áreas monetarias óptimas; shocks asimétricos; política económica; instituciones; convergencia económica; crisis de la Eurozona; supervivencia del euro; posición alemana
optimal currency areas; asymmetric shocks; economic policy; institutions; economic convergence; Eurozone crisis; Euro survival; German position



Key words

Recibido: 11-10-15. Aceptado: 23-11-15



Fechas

This paper analyzes the construction process of the eurozone as a monetary union without fiscal and banking union. Recent developments in the European currency area are studied, as well as the asymmetric shocks that have hit member economies. Furthermore, the article describes the adjustment followed by peripheral countries until the implementation of the Outright Monetary Transactions (OMT) program. Finally, the paper studies the different paths that the Eurozone recovery could take from 2015, highlighting its likely survival despite the institutional and economic convergence difficulties that have been found.



Abstract

1. Introducción

En 2008 se celebró el décimo aniversario de la creación del euro. Con ese motivo, la Comisión Europea publicó un informe (European Commission, 2008) en el que, tras analizar las luces y las sombras del proyecto de construcción de la Unión Económica y Monetaria Europea, se concluía que constituía un éxito destacable. El éxito se ponía de manifiesto en la capacidad del euro para resistir las sucesivas oleadas de efectos negativos que llegaban a Europa desde los Estados Unidos tras la eclosión de la crisis subprime, en agosto de 2007. Una crisis que se vio intensificada después de los dramáticos acontecimientos de septiembre de 2008 (Lehman Brothers, Washington Mutual Fund, Fannie Mae & Freddy Mac y AIG).

Todo parecía indicar que los efectos propiamente financieros de la crisis se extenderían solo a aquellos países cuyos bancos e instituciones de crédito hubiesen invertido en los llamados «activos tóxicos», calificados en su momento como de máxima garantía (AAA) por las agencias de *rating*. Era sorprendente, pero comprensible, que la crisis financiera americana se extendiese a Islandia, Reino Unido e Irlanda, y que afectase a algunos importantes bancos y/o cajas de ahorro en Holanda, Alemania, Francia y Suiza.

Con el objetivo de corregir los efectos negativos derivados de la exposición a los activos tóxicos norteamericanos, los gobiernos tuvieron que optar entre distintas alternativas de acción. Por un lado, algunos países, como Irlanda o España, optaron por intervenir aquellos bancos con problemas cuya hipotética quiebra pudiese causar más perjuicios que beneficios. En otros casos, como en Islandia, se permitió la quiebra de los bancos afectados. Finalmente, otros gobiernos, como el de los Estados Unidos, decidieron adoptar programas de ayuda a la banca, como el *Troubled Assets Relief Programme* (TARP).

Además, la crisis, sobre todo después de la quiebra de Lehman Brothers, provocó una huida de capitales a nivel mundial hacia activos seguros de bajo riesgo y una caída del comercio internacional que amenazó con provocar una nueva gran depresión similar a la de los años treinta. La actuación coordinada de los países del G-20, desde finales de 2008, evitó que se produjese el peor escenario. En el segundo semestre de 2009, la amenaza real de una nueva gran depresión parecía definitivamente conjurada. Sin embargo, a finales de 2009 y principios de 2010, eclosionó la crisis en Grecia y se desencadenó una crisis de deuda soberana también en otros países de la eurozona.

Desde entonces, la eurozona se ha convertido en el nuevo escenario de la crisis financiera internacional, con un panorama que no acaba de despejarse más de siete años después. Los países más directamente envueltos en esta crisis de deuda fueron Grecia, Irlanda, Portugal, España, Italia y, en menor medida, Chipre. Además, se han registrado episodios de inestabilidad que han afectado a Francia, Bélgica, Austria, Malta,... La naturaleza de la crisis se ha revelado compleja porque los factores determinantes son distintos en cada uno de los casos.

En un principio, parecía que la crisis estaba provocada por un excesivo endeudamiento público, como en el caso de Grecia, parte del cual se había ocultado a las autoridades europeas. Sin embargo, en el resto de los países, eran más importantes los fenómenos de elevado endeudamiento privado (hogares, empresas y entidades financieras) y de pérdida de competitividad. La solución de estos desequilibrios se trasladó a las cuentas públicas y la crisis se extendió al ámbito del estado, convertida en una crisis fiscal y de deuda soberana.

El objetivo de este trabajo es analizar la crisis de los países de la eurozona, estudiar los distintos elementos involucrados en el largo proceso necesario para su superación y conocer si está en peligro la propia viabilidad del euro. El trabajo se inicia con la revisión de la fundamentación

Todo parecía indicar que los efectos financieros de la crisis se extenderían solo a aquellos países que hubiesen invertido en los llamados «activos tóxicos»

teórica de la Unión Económica y Monetaria y, a continuación, se centra en el análisis del período comprendido entre el comienzo de la crisis del euro, en 2010, y la aprobación del programa de *Outright Monetary Transactions* (OMT), que permitió al BCE actuar como *backstop* ante impagos de deuda soberana (De Grauwe, 2013).

Se considera que, a partir de ese momento, el riesgo soberano ha quedado mitigado de manera significativa. Además, se acompaña el acontecer económico con los datos y las previsiones de las principales variables de los países de la eurozona afectados por la crisis, hasta mediados de 2015, con el propósito de dar una visión lo más completa posible del carácter de la recuperación en cada uno de ellos.

A tales fines, este artículo se estructura de la siguiente manera. En la Sección 2 se analizan los fundamentos de la construcción de la Unión Económica y Monetaria en Europa. Se subrayan las razones por las que se optó por un proceso de integración monetaria que dejaba en manos de los países importantes ámbitos de soberanía económica, como el bancario y el fiscal; se consideraba que bajo esta modalidad de integración la moneda única podía funcionar si se respetaban los criterios establecidos en el Tratado de Maastricht, complementados por el Pacto de Estabilidad y Crecimiento.

Entonces, ¿por qué se ha producido la crisis de deuda soberana en la eurozona? ¿Por qué la realidad económica de los países afectados por ella ha ido más allá de lo previsto? Para conocer el origen de los desequilibrios detectados, se analizan, en la Sección 3, las diferentes crisis de los países de la eurozona. En la Sección 4, se estudian los *shocks* asimétricos, los *booms* de crédito, las posiciones inversoras netas internacionales y la importancia del deterioro de la competitividad de la eurozona.

Conocida la nueva realidad y los desafíos a los que se enfrentan los *policy makers*, se analiza, en la Sección 5, el largo camino hacia la superación de la crisis. Se contemplan los posibles escenarios en los que se moverá la eurozona en función de las políticas que se pongan en marcha y de las instituciones que se desarrollen para abordar los problemas detectados. En la Sección 6 se discute si las dificultades para adaptar la situación de los países en crisis a los nuevos desafíos conducirán a la supervivencia o a la ruptura del euro. Finalmente, en la Sección 7, se presentan las conclusiones de este trabajo.

La eurozona ha dado respuestas incompletas a la crisis, lo que ha contribuido a agravarla hasta el punto de poner en tela de juicio la propia supervivencia del euro. El tiempo corre en contra de los países más castigados por la crisis, dadas sus altas tasas de desempleo y las modestas perspectivas de crecimiento a corto y medio plazo.

En esta compleja coyuntura, se requieren medidas para avanzar hacia una mayor integración económica e institucional. Si no se avanza en este proceso, la crisis podría suponer el fin de la eurozona y del euro, tal y como los conocemos hoy. Si, por el contrario, se profundiza en la integración y en la convergencia de los países miembros podría evitarse su caída definitiva.

2. Los fundamentos de la creación de la U.M.E.

La teoría que sirvió de base para la construcción de una unión monetaria en Europa es la de las áreas monetarias óptimas (AMO), formulada inicialmente por Mundell (1961). Según esta formulación, bien explicada por De Grauwe (2009), los países que se planteen incorporarse a una

La eurozona ha dado respuestas incompletas a la crisis, lo que ha contribuido a agravarla

unión monetaria deben hacerlo si los beneficios de su vinculación son superiores a los costes estimados. El atractivo de la pertenencia a la unión monetaria se basa en el cumplimiento de tres condiciones: simetría (en los *shocks* macroeconómicos que sufran los países de la unión), flexibilidad (en los mercados de trabajo, para poder hacer frente a posibles *shocks* asimétricos entre los países una vez incorporados a la unión) e integración (lo que supone un grado de interdependencia comercial entre los países miembros de la unión capaz de maximizar los beneficios del uso de una moneda única).

Los países integrados en un AMO deben mantener el equilibrio en las combinaciones entre simetría y flexibilidad, así como entre simetría e integración. Si un país ve disminuir su nivel de simetría o crecer su grado de asimetría, debe aumentar su nivel de flexibilidad. Así, por ejemplo, si una economía registra un elevado y creciente déficit en la balanza por cuenta corriente debe aumentar de manera significativa su flexibilidad.

Sólo en la medida en que el grado de simetría sea elevado puede reducirse la flexibilidad. Al mismo tiempo, la falta de flexibilidad en un proceso de creciente asimetría no evitaría la crisis del país en cuestión, aun perteneciendo al AMO. Esta relación entre simetría y flexibilidad se perdió de vista desde los primeros pasos de la moneda única, como si la nueva moneda fuese a traer, de manera automática, la disciplina de la flexibilidad.

De la misma forma, los países integrados en un AMO deben presentar grados adecuados de simetría e integración. Si un país registra una creciente asimetría, que se traducen en mayores costes desde la perspectiva macroeconómica, debe compensarla con mayores niveles de integración en términos microeconómicos. En la época de Bretton Woods, los tipos de cambio fijos (ajustables por desequilibrios fundamentales) podían usarse para corregir situaciones de asimetría y, a continuación, como mecanismo de estabilización. Pero las cosas cambiaron a partir de 1971, con el comienzo de los tipos de cambio flotantes y con la libertad de movimientos de capital.

El nuevo sistema monetario internacional promovía una nueva «*unholy trinity*» en la que la voluntad de los países por mantener la autonomía de la política monetaria en un contexto de creciente libertad de movimientos de capital determinaba que los tipos de cambio fuesen flotantes. En el nuevo marco en el que se configuraría la inserción de las economías en el mercado internacional, los países que quisiesen participar en áreas de integración debían adoptar una nueva perspectiva, la formulada por Mundell (1973)¹.

Según Mundell II, los países que se incorporaron a una unión monetaria, en tiempos de tipos de cambio flotantes y de libertad de movimientos de capital, se encontraron con dos ventajas respecto de la época de Bretton Woods: a) la pérdida del tipo de cambio como mecanismo de ajuste no suponía ningún coste, y b) los países integrados en una unión monetaria eran los únicos que realmente podían beneficiarse de mercados de capitales plenamente integrados, lo que constituía un verdadero seguro frente a posibles *shocks* asimétricos (De Grauwe, 2006).

En la nueva situación internacional, los países que se encontrasen fuera de una unión monetaria serían los que tendrían que hacer frente a profundos *shocks* asimétricos provenientes de la inestabilidad de los flujos financieros internacionales (De Grauwe, 2006). Como consecuencia

Los países integrados en un AMO deben mantener el equilibrio en las combinaciones entre simetría y flexibilidad

¹ Las aportaciones contenidas en este artículo serán denominadas, de manera genérica, como Mundell II para distinguirlas de las realizadas por el mismo autor, sobre el mismo tema, en Mundell (1961) y por De Grauwe (2006).

de ello, su capacidad para defenderse de los tradicionales *shocks* asimétricos se encontraba severamente mermada. Para protegerse de estos temibles *shocks* asimétricos y beneficiarse de la mayor estabilidad de los tipos de cambio y de la mayor integración financiera, la mejor alternativa era la pertenencia a una unión monetaria. Por esta razón, la propuesta Mundell II se convirtió en el fundamento de las siguientes fases de la integración en Europa, *extra unión monetaria nulla salus* (Gómez Camacho, 2005).

La integración europea en los años ochenta avanzó de manera significativa tras la puesta en marcha del Sistema Monetario Europeo (SME o, en inglés, *ERM: Exchange Rate Mechanism*) en 1979. Los países incorporados al sistema compatibilizaban políticas monetarias activas y tipos de cambio fijos en bandas (del $\pm 2,25\%$ o $\pm 6\%$), con una amplia libertad de movimientos de capital. Todo parecía indicar que la pertenencia a un área de integración, con un sistema cambiario que iba adquiriendo una «buena reputación», ahuyentaba la posibilidad de *shocks* asimétricos. Sin embargo, los verdaderos desafíos no tardarían en llegar.

A lo largo de la década de los años 1980 hubo momentos críticos, pero la gran prueba se presentó con ocasión de la crisis del SME de 1992-1993. El mecanismo cambiario no soportó las presiones de los movimientos de capital derivados de las expectativas negativas sobre los resultados de los referendos nacionales del Tratado de Maastricht y entró en crisis. Algunos países salieron del SME y otros optaron por quedarse, a pesar de verse obligados a realizar varios reajustes en sus paridades en diversos momentos del proceso. Se ampliaron las bandas de fluctuación al $\pm 15\%$. Se puso de manifiesto la imposibilidad de mantener la compatibilidad entre las políticas monetarias activas practicadas por los países y la libertad de movimientos de capital, con tipos de cambio fijos en bandas reducidas, cuando se producían importantes *shocks* asimétricos (Eichengreen, 2003).

La continuidad de la integración europea exigía tener que decidir entre: a) compatibilizar las políticas monetarias activas y la libertad de movimientos de capital mediante la flotación de los tipos de cambio; o b) renunciar a la soberanía sobre la política monetaria activa por parte de los países miembros para poder fijar los tipos de cambio en presencia de libertad de movimientos de capital. Por influencia de la corriente monetarista, las políticas monetarias activas eran consideradas, en sí mismas, fuentes de gran inestabilidad, por lo que lo mejor era que los bancos centrales se concentrasen exclusivamente en el objetivo de la estabilidad de precios y que renunciasen a cualquier tipo de política activa.

De esta forma, el enfoque monetarista, que inspiraba la actuación de los bancos centrales, invitaba casi de manera natural a que los países formasen parte de una unión monetaria, puesto que los costes de pertenencia serían muy reducidos (De Grauwe, 2006). Como consecuencia de todo ello, se optó por una unión monetaria que era percibida como la manera natural de avanzar en la integración europea según los criterios recogidos en el tratado de Maastricht.

Quedaba definitivamente atrás la vieja propuesta alemana, denominada «economista» frente a la «monetarista», defendida por Francia, de avanzar hacia una unión monetaria después de haber alcanzado una amplia convergencia real entre las economías. ¿Qué sucedería si algunos países de la unión monetaria sufriesen *shocks* asimétricos por *booms* de crédito y pérdida de competitividad? ¿Podrían darse en los miembros de una unión monetaria *shocks* asimétricos provenientes de desequilibrios en sus balanzas por cuenta corriente? ¿Podían darse crisis financieras derivadas de *booms* de crédito? ¿Podía existir, a largo plazo, una unión monetaria sin la existencia de una unión bancaria y fiscal? Si se podían dar situaciones de crisis, ¿de qué

A lo largo de la década de los años 1980 hubo momentos críticos, pero la gran prueba se presentó con ocasión de la crisis del SME

naturaleza serían las mismas? ¿Cuáles serían, entonces, los mecanismos de resolución y de ajuste? La historia enseña que ha habido uniones monetarias que se han roto al producirse *shocks* económicos y políticos que han cambiado la voluntad de los *policy makers* de mantener la unión monetaria. ¿Podría suceder algo similar en el caso de la unión monetaria europea? Pensando un poco más allá cabe plantearse: ¿Puede una unión monetaria sobrevivir a largo plazo sin unión bancaria, fiscal y, en definitiva, sin una unión política?

En la construcción de la unión monetaria europea se consideró que no era necesario avanzar simultáneamente en una unión bancaria, fiscal y política al estimar que podría funcionar según los principios rectores de lo que De Grauwe (2006) denominó el consenso Bruselas-Frankfurt (B-F). Estos principios establecían, en primer lugar, que la mejor forma de responder a los *shocks* asimétricos es aumentar la flexibilidad mediante la aplicación de reformas estructurales. En segundo lugar, el consenso B-F garantizaba que gracias a la formulación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, los países miembros podrían responder a los *shocks* asimétricos mediante políticas fiscales nacionales, gracias al reconocimiento de la posibilidad de alcanzar un déficit superior al 3 % del PIB durante la fase recesiva del ciclo económico. Desde la perspectiva del consenso B-F, este mecanismo hacía innecesaria la existencia de una política fiscal de la Unión, que se dejaba en manos de los países. Finalmente, el consenso B-F sugería que, en realidad, no había ninguna necesidad de que existiese una política presupuestaria común para estabilizar el ciclo económico del área; se consideraba que el Banco Central Europeo (BCE) estaba perfectamente equipado para garantizar la estabilidad macroeconómica, por sí solo.

El corolario del consenso Bruselas-Frankfurt sobre la gobernabilidad de la unión monetaria europea establecía que no se necesitaba ningún tipo de unión política que implicase una unión fiscal para garantizar la sostenibilidad de la unión monetaria a largo plazo. Tampoco hacía falta ningún mecanismo para hacer frente a una posible crisis de los países del área. Las crisis contempladas siempre serían crisis de oferta. Los países deberían responder a las mismas con medidas de flexibilidad. Estaban descartadas las crisis generadas por componentes de la demanda y eran impensables las crisis financieras ya que eran propias solo de los países situados fuera de las uniones monetarias.

El modelo de unión monetaria por el que se optaba cedía soberanía monetaria al BCE, pero era completamente compatible con la soberanía de los estados en los ámbitos bancario y fiscal. Era impensable que tuviese lugar ningún tipo de acontecimiento que obligase a replantearse la consideración de la cesión de soberanía en materia bancaria y fiscal. La unión bancaria, fiscal y política vendría, en su momento, determinada por tiempos políticos, por la conveniencia de avanzar hacia unos Estados Unidos de Europa. Y eso se situaba en un horizonte temporal muy lejano.

3. La crisis de la eurozona

La crisis financiera global alteró el funcionamiento de la economía internacional y repercutió gravemente en los países de la eurozona. La intensa desaceleración del comercio mundial y del PIB provocó una rápida destrucción de empleo en las economías avanzadas. El riesgo de que se generalizase una contracción económica similar a la de la gran depresión del periodo 1929-1933 era real y tangible.

El G-20 y el FMI promovieron la puesta en marcha de medidas de estímulo, tanto por parte de los países desarrollados como de los países emergentes de la cuenca Asia-Pacífico y de Amé-

En la construcción de la unión monetaria se consideró que no era necesario avanzar simultáneamente en una unión bancaria, fiscal y política

rica Latina. Gracias a ellas, en el segundo semestre de 2009, las economías industrializadas y emergentes comenzaron a recuperarse con una intensidad no imaginada nueve meses antes. Las nuevas expectativas propiciaron un cambio en el consenso sobre las políticas económicas en favor de una retirada de las medidas de estímulo fiscal, aceptando que la política monetaria sería suficiente para asentar la recuperación.

A comienzos de 2010, el nuevo gobierno de Papandreu reconoció que los gobiernos griegos anteriores habían ocultado una parte importante del déficit público. Se afloró un incremento de la deuda pública equivalente al 25 % del PIB. Los mercados financieros mostraron su desconfianza sobre la capacidad de Grecia de reducir, por debajo de dos dígitos, su déficit público y se alarmaron por el fuerte incremento de la ratio de deuda pública sobre PIB del país. La percepción de que Grecia se encontraba cerca del *default* disparó el diferencial de la deuda griega respecto del bono alemán. La crisis financiera internacional comenzó a ampliar su escenario y trasladó la atención de los mercados financieros internacionales desde el Atlántico (los Estados Unidos, Reino Unido, Islandia) a la eurozona.

La crisis en Grecia continuó *in crescendo* y el gobierno se vio obligado, en mayo, a solicitar la ayuda financiera de los Estados de la eurozona para evitar el *default*. Los países del euro, después de ciertas reticencias, pusieron en marcha el plan de rescate a Grecia. La crisis en Europa podía haberse quedado en Grecia puesto que su economía apenas representaba el 2 % del PIB europeo, pero cuando los gobiernos quisieron darse cuenta ya estaba en marcha el efecto contagio.

Los mercados financieros ya habían desplazado sus dudas sobre la situación financiera a otros países periféricos de la eurozona. Concretamente a Irlanda, Portugal, España e Italia. Los temores de *default* en estos países ocasionaron la venta a gran escala de su deuda pública, lo que provocó una brusca reducción de su cotización y el aumento de las primas de riesgo de las nuevas emisiones. Era el comienzo de la crisis de deuda soberana en Europa y la confirmación de que el nuevo escenario de la crisis financiera internacional se había trasladado de los Estados Unidos a la eurozona. La crisis de deuda soberana en Grecia y las sombrías perspectivas de los otros cuatro países de la periferia de la eurozona se extendieron a los mercados de capital en los primeros días del mes de mayo de 2010. Las fuertes turbulencias de las bolsas europeas se transmitieron inmediatamente al resto del mundo. La incertidumbre era tal que comenzó a ponerse en tela de juicio la propia viabilidad del euro. En esos días, el Ecofin (Consejo de Economía y Finanzas de la Unión Europea) creó el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF), dotado inicialmente de 220.000 millones de euros (que se ampliaría a 440.000 en la cumbre extraordinaria de julio de 2011) para ayudar a los países con dificultades financieras y ahuyentar los temores sobre la viabilidad del euro. Pero para que los mercados recuperasen la confianza era necesario poner en marcha medidas encaminadas a reducir el déficit público por debajo del límite establecido en el Tratado de Maastricht y para hacerlo sostenible en términos estructurales.

Grecia, Irlanda, Portugal, España e Italia comenzaron a ser objeto de una minuciosa vigilancia por parte de los mercados financieros, lo que impulsó a sus gobiernos a cambiar el rumbo de sus políticas económicas. En España los efectos de la crisis financiera alteraron por completo las cuentas del Estado. La caída de los ingresos, como consecuencia de la contracción de la actividad, y del aumento de los gastos, derivados de las mayores prestaciones sociales y de las medidas de estímulo, provocaron que se pasase de una situación de superávit del 2,0 % del PIB en 2007 a un déficit del 4,4 % en 2008. En 2009 la combinación de la caída de la actividad económica y de las medidas de estímulo y de protección social determinó un importante salto

A comienzos de 2010, el nuevo gobierno de Papandreu afloró un incremento de la deuda pública equivalente al 25 % del PIB

en el déficit público, que alcanzó el 10,9 % del PIB. En febrero de 2010 se produjo el giro de la política económica en España. El Gobierno, empujado por los mercados financieros, se vio obligado a aprobar el Plan de Acción Inmediata (2010) y el Plan de Austeridad (2011-2013) con un calendario que pretendía situar la ratio de déficit público en el 3 % del PIB en 2013, tal y como se establecía en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento.

El sistema bancario español aguantó bien la primera oleada de la crisis. Las instituciones financieras no tenían productos tóxicos puesto que habían sido objeto de una rigurosa regulación y supervisión por parte del Banco de España (Acharya, 2010). En aquel momento solo tuvo que ser intervenida una caja de ahorros, Caja Castilla La Mancha.

Tras el estallido de la crisis de la deuda soberana, sin embargo, volvió a ponerse en cuestión el estado del sistema financiero español. No había duda de que sufría un exceso de préstamos hipotecarios, muchos de ellos otorgados con enorme ligereza y a partir de tasaciones al alza, que afectaba sobre todo a las cajas de ahorros. Las turbulencias de mayo y junio hicieron aconsejable la realización de unos «test de esfuerzo». Llevados a cabo en el mes de julio, dieron como resultado que, tanto los bancos como las cajas de ahorro, serían capaces de aguantar bien una profunda crisis inmobiliaria. No obstante, se reconoció que el sistema, en particular las cajas de ahorro, tenían un exceso de capacidad instalada y una gran dependencia en la obtención de recursos de los mercados mayoristas internacionales. Estos dos elementos, junto a la situación de sus activos inmobiliarios, determinó la aceleración de un amplio proceso de reestructuración de las cajas de ahorro, en el que han participado 40 de las 45 existentes, con apoyo del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB) y de la Sociedad de Gestión de Activos procedentes de la Reestructuración Bancaria (SAREB).

El crecimiento del déficit público y la caída del PIB favorecieron que el ratio de deuda pública sobre PIB pasase del 35 % en 2007 al 53 % en 2009. En 2010, tras alcanzar el déficit público el 9,7 % del PIB, la ratio de deuda pública sobre PIB se situó en el 60 %. Al comienzo de la crisis el endeudamiento público en España era el menor de todos los países europeos. Pero los efectos de la crisis financiera internacional sobre una economía fuertemente dependiente de la financiación internacional, por las particularidades de un modelo de crecimiento, determinaron fuertes aumentos tanto del déficit público como de la deuda pública. El endeudamiento en España ya no era solo de los agentes privados –hogares, empresas e instituciones financieras– sino que, de manera creciente, se estaba extendiendo también al Estado.

La intensa presión de los mercados financieros internacionales, unida a las recomendaciones de acción inmediata por parte de Alemania y Francia, reforzadas por los Estados Unidos y China, determinaron que el Gobierno del presidente Zapatero adoptase nuevas medidas de reducción del déficit público para el año 2010. Por el lado del gasto, se recortaron los sueldos de funcionarios (entre el 5 % y el 10 %), se congelaron las pensiones, se aprobó una fuerte reducción de la inversión en infraestructuras, se redujo del gasto de las Comunidades Autónomas y los Ayuntamientos, etc. Además se puso fin a muchas de las medidas de estímulo anteriormente aprobadas.

Por el lado de los ingresos, se aprobó la subida del IVA. También se puso en marcha una reforma de la legislación laboral que se aprobó en junio y que llevó a los sindicatos a una huelga general el 29 de septiembre. Finalmente, se anunció que se abordaría la reforma de las pensiones para ampliar la edad de jubilación desde los 65 a los 67 años, medida que se aprobó a finales de enero de 2011.

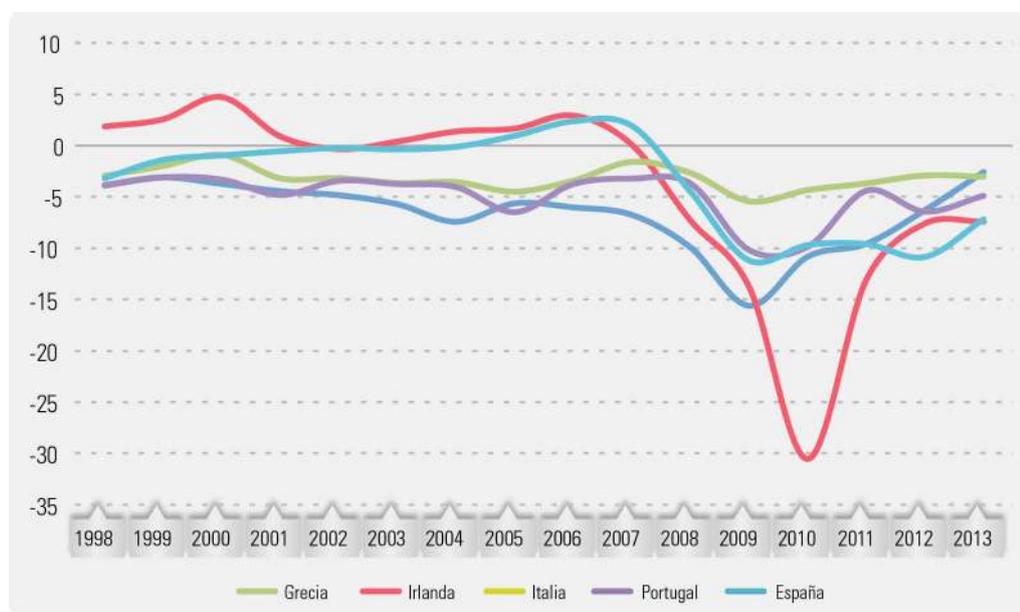
El sistema bancario español aguantó bien la primera oleada de la crisis. En aquel momento solo tuvo que ser intervenida una caja de ahorros

En los meses de verano, la crisis en la eurozona se trasladó a Irlanda, que negaba que tuviese que aceptar ningún tipo de ayuda para reconducir su maltrecho sistema financiero. Sin embargo, a finales de septiembre, el Gobierno irlandés anunció el rescate de un gran número de entidades financieras. El coste inicial del programa fue de 50.000 millones de euros, lo que incrementó el déficit público hasta el 32 % del PIB, como muestra el Gráfico 1. Los países de la eurozona urgieron al Gobierno irlandés a solicitar ayuda formalmente para evitar que la incertidumbre alimentase el efecto contagio a Portugal y, en menor medida, a España e Italia.

Tras varios meses de resistencia, Irlanda solicitó el rescate a Bruselas el 21 de noviembre. La crisis de Irlanda es un ejemplo de un ciclo de *boom and bust* impulsado por una gran expansión del crédito intermediado por el sistema financiero nacional a partir de un inmenso acceso a los mercados mayoristas internacionales. La deuda del sistema financiero llegó a superar el 240 % del PIB. Pronto se comprobó que los bancos irlandeses tenían inversiones en productos tóxicos, que habían perdido casi todo su valor, y que habían financiado y ayudado a crear –junto a los *animal spirits* de sus agentes económicos– una enorme burbuja inmobiliaria que se había pinchado. El Estado se vio compelido a acudir en auxilio del sistema financiero. El desajuste de sus niveles tradicionales de déficit público y deuda pública (véanse Gráficos 1 y 2) muestra el episodio de transformación de la deuda bancaria en deuda pública.

Cabe afirmar de manera clara que «la crisis irlandesa es primero y sobre todo una crisis bancaria», como señala Chopra (2012). Convertida la crisis bancaria en crisis de deuda soberana, Irlanda se vio obligada a solicitar 85.000 millones de euros, a través del Fondo Europeo de Estabilización Financiera y del FMI. El gobierno irlandés se comprometió a reducir el gasto público en 14.000 millones de euros hasta el 2014 y a redimensionar la administración pública con la eliminación de 25.000 puestos de trabajo.

Gráfico 1. Déficit público (% sobre el PIB)



Fuente: Elaboración propia según datos de Eurostat.

La crisis de Irlanda despertó nuevas dudas sobre Portugal, España y, en menor medida, Italia, además de sobre la viabilidad del euro. El Consejo Europeo de diciembre de 2010 adoptó importantes acuerdos para defender la estabilidad del euro, incluida la creación del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE), previsto inicialmente para 2013. Por su parte, el Gobierno español aprobó, en los primeros días de diciembre, nuevas medidas en la doble línea de consolidación fiscal y de reformas estructurales.

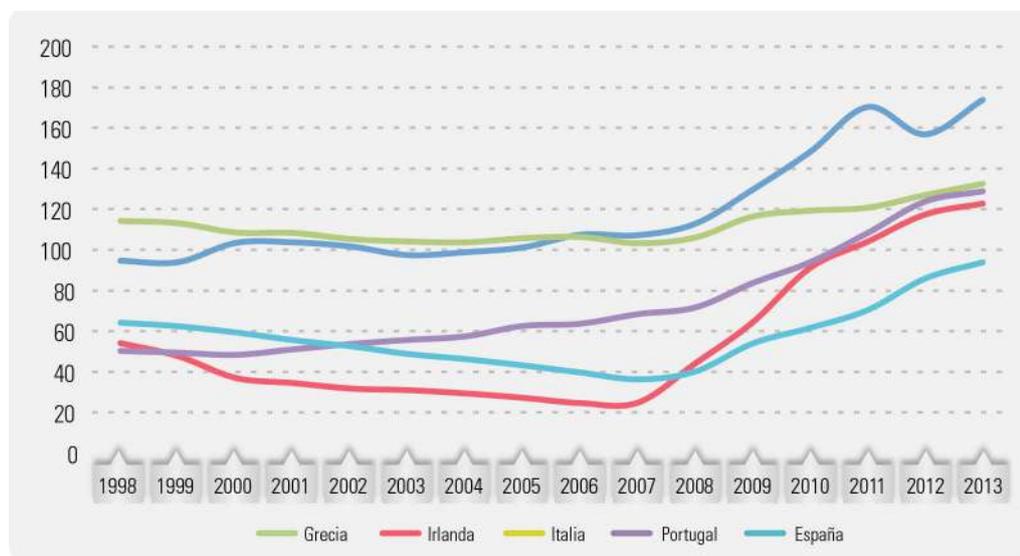
El compromiso presupuestario para el año 2011 sería reducir el déficit público al 6 % del PIB, tras haber registrado el 9,5 % en 2010. Desafortunadamente, 2011 terminó con un déficit público del 8,9 del PIB. Los mercados financieros, una vez rescatados Grecia, Irlanda y Portugal, pusieron el foco en España ante el grave deterioro de la actividad productiva, las dificultades para reducir el déficit público y el rápido ritmo de crecimiento de la ratio de deuda pública sobre PIB, como muestra el Gráfico 2.

A finales de 2010 la situación de la economía portuguesa se acercaba al abismo. Era el país con la peor posición neta inversora internacional del mundo, como muestra el Gráfico 8, una situación que refleja su alto grado de endeudamiento tanto privado como público. La economía portuguesa atravesaba, desde antes del estallido de la crisis de deuda pública, una larga etapa de muy bajo crecimiento y fuertes desequilibrios, tanto en las cuentas públicas como en la balanza por cuenta corriente. En 2009 el déficit público se había situado en el 13,6 % del PIB, lo que suponía una fuerte desviación respecto al objetivo presupuestario previsto. La evolución del déficit, en un contexto de estancamiento, determinaba un fuerte crecimiento de la relación deuda sobre PIB. En los primeros meses de 2011, el gobierno de José Sócrates intentó la aprobación de varios planes de ajuste sin ningún éxito y en esos meses la prima de riesgo superó los 800 puntos básicos. Portugal había perdido el acceso a los mercados financieros internacionales para cubrir sus necesidades a tipos de interés sostenibles. No podía financiarse a tipos de interés inferiores al 10 %.

El 23 de marzo, el primer ministro José Sócrates tuvo que presentar su dimisión y pocos días después se reconoció que el déficit público era mayor del anunciado. El 6 de abril, el gobierno en funciones pidió a Bruselas el rescate, estimado en 78.000 millones de euros, de los cuales la Unión Europea, a través del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera, se haría cargo de 50.000 millones de euros y el FMI del resto. De esta forma, Portugal se convirtió en el tercer país de la eurozona, tras Grecia e Irlanda, en ser intervenido. La situación de las cuentas públicas de Portugal no debe hacer perder de vista el alto endeudamiento que habían adquirido tanto las empresas no financieras como las familias. La deuda privada equivalía al 250 % del PIB. La intervención comprometía a Portugal a poner en marcha un ambicioso programa de reformas a tres años vista, hasta 2014.

El plan se basaba en tres aspectos fundamentales. En primer lugar, un programa de ajuste fiscal creíble. El objetivo del mismo era colocar el déficit público por debajo del 3 % del PIB, en una trayectoria descendente desde el 9,8 % de 2010. En segundo lugar, la puesta en marcha de medidas que hicieran posible el retorno del país a una senda de crecimiento y que, al mismo tiempo, contribuyeran a mejorar su competitividad. La falta de competitividad era otro de los graves problemas de Portugal, como muestra el hecho de que, todavía en 2011, registrara un déficit por cuenta corriente del 8,4 % del PIB. En tercer lugar, la adopción de medidas para favorecer el desapalancamiento de su sistema financiero y para reforzar el capital de las entidades financieras.

A finales de 2010 la situación de la economía portuguesa se acercaba al abismo. Era el país con la peor posición neta inversora internacional del mundo

Gráfico 2. Deuda pública bruta (% sobre PIB)

Fuente: Elaboración propia según datos de Eurostat.

En los primeros meses de 2011, saltaron las primeras dudas sobre Italia. No fue hasta mayo, sin embargo, cuando su prima de riesgo comenzó a crecer con más fuerza. En ese momento surgieron nuevas dudas sobre el cumplimiento de las exigencias impuestas a Grecia como consecuencia del segundo rescate. A la incertidumbre griega se sumaron las perspectivas negativas sobre la recuperación de Irlanda y Portugal. A lo largo del mes de julio, las primas de riesgo de España e Italia registraron un fuerte repunte y, en los primeros días de agosto, superaron los 400 puntos básicos. El 5 de agosto la prima de riesgo de Italia superó por primera vez a la prima de riesgo de España y permaneció así el resto de 2011.

En esos días de agosto el efecto contagio de las malas perspectivas de la eurozona y de la crisis política para elevar el techo de deuda en los Estados Unidos se extendió a las bolsas de todo el mundo y sus índices volvieron a niveles del segundo trimestre de 2009. En Italia, la dimensión de la crisis y la falta de compromiso con la puesta en marcha de las medidas de ajuste del déficit público y de las reformas estructurales, favorecieron que Berlusconi se viese obligado a presentar su dimisión, dando paso a un nuevo gobierno presidido por Mario Monti.

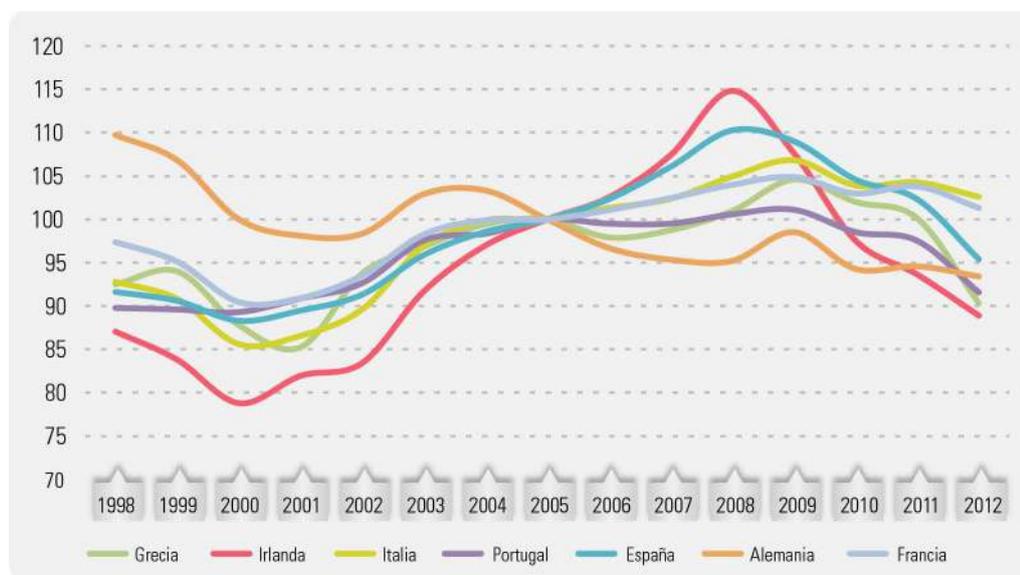
El 22 de diciembre el gobierno del primer ministro Mario Monti consiguió la aprobación del plan de ajuste, cuyas principales medidas se resumen a continuación. Por el lado de los ingresos, se aprobó el aumento del IVA del 21 % al 23 %, se reintrodujo el impuesto de bienes inmuebles para la primera y segunda vivienda (y posibilidad de la tercera), y se gravó al 21 % a aquellos capitales evadidos que no hubieran sido regularizados durante el periodo de presidencia de Berlusconi. Por el lado de los gastos, se congelaron las pensiones superiores a 1.400 euros mensuales y se retrasó la edad de jubilación a los 62 años, para las mujeres, y a los 66 para los hombres. Con este plan se esperaba obtener una reducción del déficit público de unos 30.000 millones de euros. Además, el nuevo gobierno comenzó a trabajar en las distintas reformas estructurales que la economía italiana necesitaba para poder volver a una senda de crecimiento a partir de la mejora de la competitividad.

4. Shocks asimétricos y desequilibrios económicos

Desde la puesta en marcha de la moneda única, un grupo de países de la eurozona (Irlanda, España, Italia, Grecia y Portugal) comenzaron a experimentar un *shock* asimétrico cuyos efectos se manifestaron en forma de un progresivo deterioro de la competitividad. La desigual evolución de la inflación entre los países de la unión monetaria causó significativos diferenciales entre los tipos de cambio efectivos reales intra-eurozona (véase Gráfico 3) que reflejan un importante deterioro de los factores de competitividad en los años previos al estallido de la crisis.

Por el contrario, otro grupo de países entre los que destacan Alemania, Finlandia, Francia y Austria, experimentaron tipos de cambio reales depreciados y, por tanto, mejores niveles de competitividad. El caso alemán es especialmente llamativo. Su tipo de cambio efectivo real estaba fuertemente apreciado en los años previos a 2004. En ese año su tipo de cambio comenzó a deslizarse suavemente hasta situarse en la media de la eurozona. El ajuste del tipo de cambio alemán entre 1998 y 2005 fue de más de 15 puntos.

Gráfico 3. Tipos de cambio efectivos reales (calculados según deflactor del PIB. 2005 = 100)



Fuente: Elaboración propia según datos de Eurostat.

Las divergentes trayectorias de competitividad se reflejan en el deterioro de las balanzas por cuenta corriente de los países, como muestra el Gráfico 4. Pero en una unión monetaria, como señaló Ingram en 1973, citado por Merler (2012), los «desequilibrios en la balanza de pagos entre los países miembros se pueden financiar a corto plazo en los mercados financieros sin necesidad de intervención de la autoridad monetaria. Los pagos intracomunitarios vienen a ser similares a los pagos entre las regiones al interior de un mismo país».

Esta visión, coincidente con la formulada en Mundell II, terminó por afianzarse en los años 1980 y 1990. De hecho, la Comisión Europea en su informe *One Market, One Money* (1990), citado también por Merler (2012), señalaba que «uno de los mayores efectos de la UEM es que desaparece la restricción de la balanza de pagos [...]». Los mercados privados financiarán a

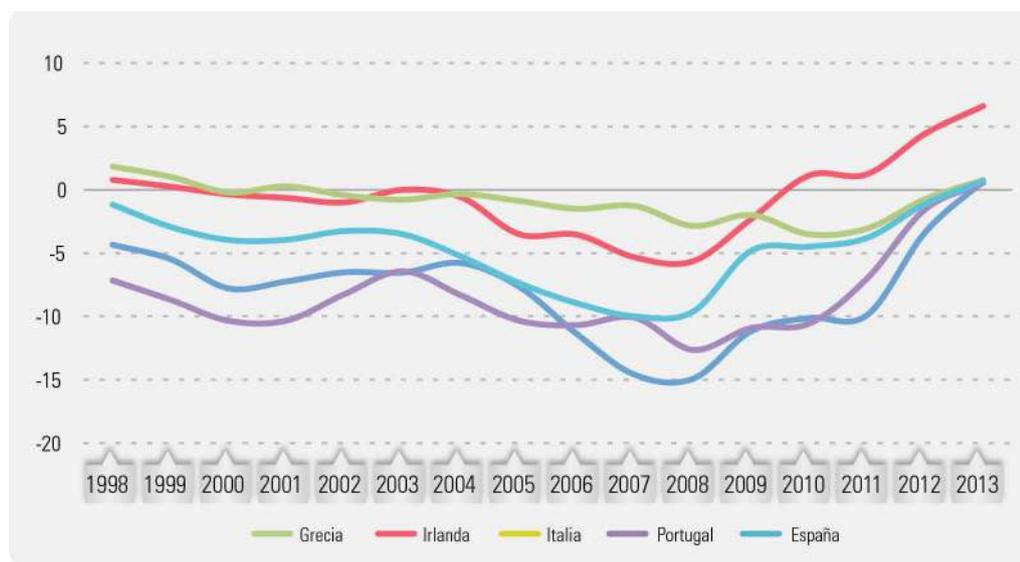
todos los prestatarios solventes, y los equilibrios entre el ahorro y la inversión ya no supondrán una restricción a nivel nacional».

Las restricciones en la financiación se aplicarían solo a los agentes económicos individuales pero no a los países. Merler lo ejemplifica señalando que «una compañía solvente en Italia o un banco en España no pueden dejar de recibir la financiación del mercado que soliciten (siempre que sean solventes) debido a la situación financiera en la que se encuentren sus Estados o sus familias. Los países no tienen restricciones presupuestarias intertemporales, solo las tienen los agentes individuales». Esta visión, junto a la desaparición del riesgo cambiario, hizo que se asumiese que en una unión monetaria eran impensables las crisis de balanzas de pagos.

Antes de que se iniciase la crisis de deuda soberana en Europa, era evidente el deterioro de la competitividad de los principales países afectados por la crisis. Este proceso tenía que ser revertido para recuperar la competitividad perdida. Pero en una unión monetaria en la que los países han renunciado al tipo de cambio como mecanismo de ajuste –como sugería la formulación Mundell II– es necesario realizar la corrección mediante la reducción de costes y precios. Este proceso resultaría muy duro de aplicar, ya que el Banco Central Europeo (BCE) tiene un objetivo de inflación del 2 %, lo que implica la puesta en marcha de un proceso de desinflación con riesgo de caer en deflación.

La formulación Mundell II señalaba que los países integrados en un área monetaria quedarían protegidos de los *shocks* negativos de los movimientos de capitales, pero infravaloraba la relevancia de los *shocks* asimétricos derivados de otros procesos económicos como los *booms* de crédito a los sectores privados y la consiguiente pérdida de competitividad, así como la importancia del tipo de cambio como un mecanismo de ajuste más adecuado, y menos doloroso, que la deflación de cara a recuperar la competitividad perdida.

Gráfico 4. Balanza por cuenta corriente (% sobre PIB)



Fuente: Elaboración propia según datos de Eurostat.

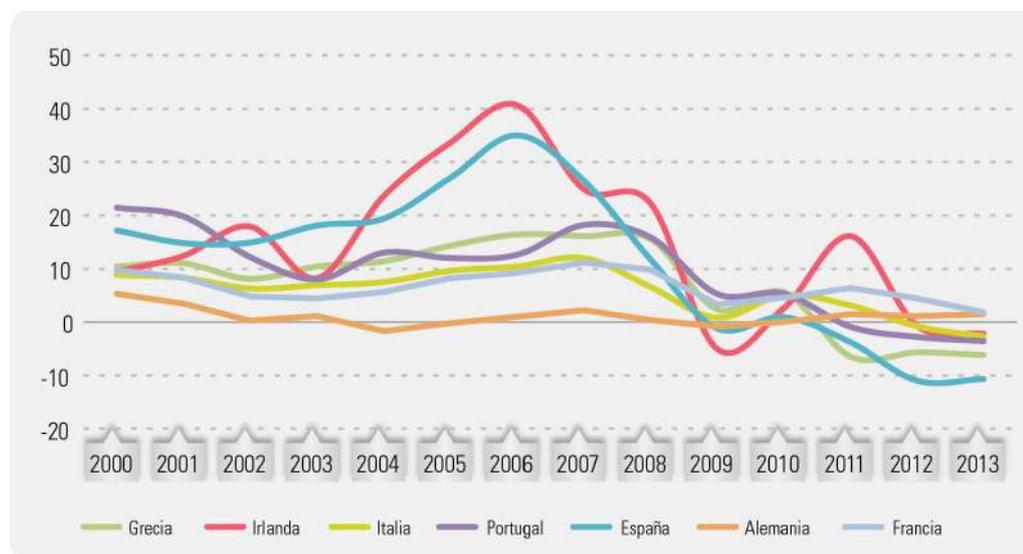
De esta forma, el deterioro de la competitividad, derivado tanto de los diferenciales de precios como de la insuficiente incorporación de progreso técnico, debe corregirse mediante el ajuste

de costes y precios y mediante el aumento de la productividad. Esto se concreta, a corto plazo, en ajustes en el empleo, el gasto y un menor ritmo de actividad. La continua pérdida de competitividad en países que registraron significativos *booms* de crédito, como España, Portugal, Grecia o Irlanda, en los años previos al estallido de la crisis, se refleja en la balanza por cuenta corriente de estos países, recogida en el Gráfico 4.

En el año 2011 Grecia registró un déficit por cuenta corriente del 10 % del PIB, Portugal del 6,3 %, España del 3,6 %, Italia del 3,4 % y solo Irlanda tuvo un superávit del 0,1 % del PIB. En 2012 Irlanda incrementó su superávit y Grecia, Irlanda, España y Portugal redujeron su déficit por debajo del 5 % del PIB. Esta tendencia se consolidó y en 2013 las cinco economías periféricas experimentaron superávit por cuenta corriente de diferentes magnitudes.

Desde otra perspectiva, el déficit en la balanza por cuenta corriente determina una continua necesidad de financiación internacional. En este sentido, es la abundante entrada de capitales internacionales la que facilita la expansión del crédito interno a tipos de interés reales negativos. Se alimenta así tanto el circuito del gasto en bienes y servicios importados como las burbujas de activos, principalmente inmobiliarios. Además, se facilita la continua expansión del gasto público, lo que determina una necesidad creciente de endeudamiento privado y público que frecuentemente desemboca en un *crash* financiero, como señalan Reinhart y Rogoff (2008).

Gráfico 5. Crédito al sector privado consolidado (% del PIB)



Fuente: Elaboración propia según datos de Eurostat.

El proceso conduce a que la posición neta inversora internacional adquiera una fuerte dimensión deudora. Un hecho difícil de imaginar salvo en países pertenecientes a una unión monetaria o en el caso de una economía capaz de endeudarse en el exterior en su propia moneda, como los Estados Unidos². La captación de flujos financieros externos propició intensas expansiones

² Los Estados Unidos registraban una posición neta internacional deudora a finales de 2010 del 23 % del PIB teniendo en cuenta los efectos de apreciación de sus activos en el exterior, y superior al 50 % del PIB sin tener en cuenta ese efecto.

de crédito en los sectores privados, particularmente en España e Irlanda, seguidos de Portugal y Grecia. Por el contrario, Alemania es el caso emblemático de moderación crediticia. La expansión del crédito fue también más moderada en Italia y Francia, donde solo superó el 10 % del PIB en los años 2005, 2006, 2007 y 2008, como muestra el Gráfico 5. En el mismo Gráfico se observa como, intensificada la crisis internacional tras la quiebra de Lehman Brothers, se produjo un *sudden stop* en el crédito al sector privado.

La financiación externa también se canalizó hacia la deuda pública en los casos de Grecia, Portugal e Italia, puesto que los inversores internacionales creían que su deuda era tan segura como la alemana o la holandesa. Un hecho puesto de manifiesto en la convergencia de los tipos de interés de los bonos de los gobiernos de esos países desde 1999, año de comienzo de la unión monetaria, hasta finales de 2008, como muestra el Gráfico 6.

Hasta finales de 2007, la financiación externa a Grecia alimentó principalmente el gasto público y, en menor medida, también el privado. En Portugal, se orientó tanto hacia las familias y las empresas como hacia el estado. En Irlanda, que tenía superávit en sus cuentas públicas, se canalizó hacia el gasto privado, la compra de viviendas y el endeudamiento bancario. En el caso de España, la financiación exterior se dirigió al gasto privado, a la adquisición de viviendas y al crédito a promotores y empresas no financieras.

En España e Irlanda, por tanto, el incremento del endeudamiento se centró en los sectores privados. En ambos países la crisis de la balanza por cuenta corriente fue propiciada por su excesivo endeudamiento privado, con una fuerte expansión de la demanda interna, generación de burbujas de activos, inversión en activos tóxicos y una continua pérdida de competitividad. No se trataba, inicialmente, de una crisis por exceso de endeudamiento público. En estos países, como señalan Fernández Villaverde et al. (2013), el *boom* inmobiliario actuó como un incentivo a los *policy makers* para frenar las reformas necesarias en sus economías. Se dejaron sin corregir algunos errores de política económica y se permitió el progresivo deterioro institucional.

En el caso de España, en el período previo al estallido de la crisis, el sector público redujo el déficit, primero, y obtuvo superávit, después, aprovechando el viento favorable del momento expansivo del ciclo. El país consiguió una ratio de deuda pública sobre PIB del 36 %, uno de los más bajos de la Unión Europea. Sólo Irlanda tenía una ratio de deuda pública sobre PIB inferior al de España, como muestra el Gráfico 2.

En España, el alto endeudamiento privado, cercano al 200 % del PIB a finales de 2008, tornó en muy vulnerable a la economía, frente a los cambios en los mercados financieros internacionales. Era difícil imaginar que se produjesen dos fenómenos del tipo «cisne negro», como la crisis financiera internacional y la crisis de la deuda soberana en Grecia, con sus efectos contagio. Pero como señala Taleb (2008), los cisnes negros son más frecuentes de lo que se considera en el análisis económico y financiero tradicional.

Ese parece ser el caso de Chipre, que merece una mención aparte. Se trata de la tercera economía más pequeña de la eurozona, pero cuyo rescate exacerbó dramáticamente los procesos de contagio entre el resto de economías mencionadas en esta sección. La crisis financiera chipriota tiene su origen en la alta exposición de los bancos locales a activos inmobiliarios domésticos y a deuda pública griega.

En 2012, los bancos chipriotas acumulaban un total de 22.000 millones de euros en deuda pública griega y depósitos por valor de 120.000 millones de euros, frente a un PIB de 19.000 millones de euros. Tras la solicitud de un crédito de emergencia a Rusia en 2012 (de unos 2.500

En España, el alto endeudamiento privado, cercano al 200 % del PIB a finales de 2008, tornó en muy vulnerable a la economía

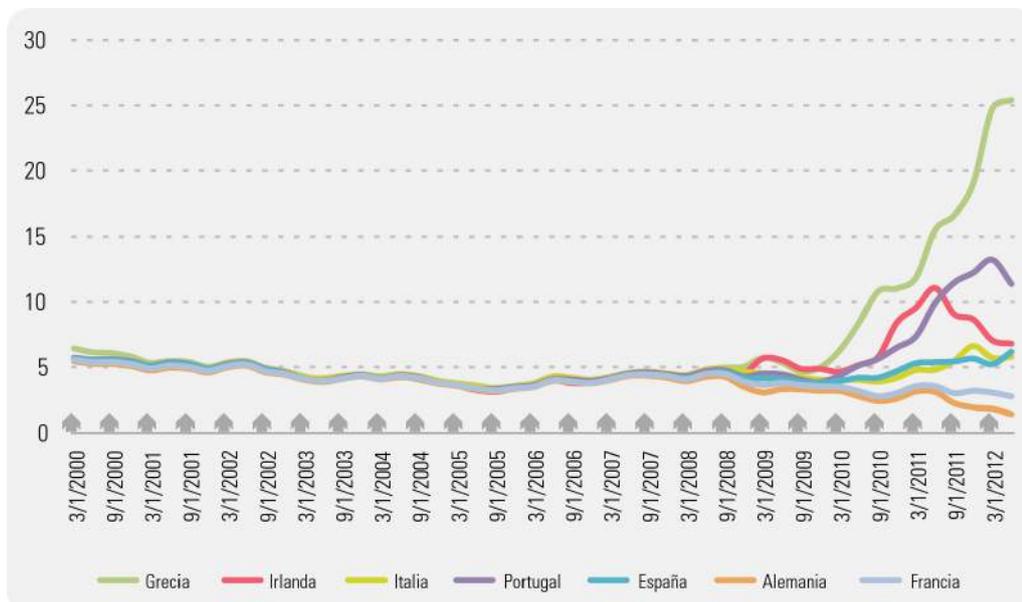
millones de euros), el 16 de marzo de 2013 Chipre demandó formalmente la asistencia de la Unión Europea, del BCE y del FMI.

El plan de rescate inicial incluía, entre las condiciones fijadas en el *Memorandum of Understanding* (European Commission, 2013), el establecimiento de un impuesto del 6,7 % sobre los depósitos bancarios inferiores al 100.000 euros y del 9,9 % para aquellos que superaran dicha cuantía. Finalmente, tras las negociaciones realizadas y los rechazos del parlamento chipriota, se optó por un sistema que evitaba los impuestos a los depositarios, pero que suponía la reestructuración y el cierre parcial del banco más problemático del país, el Laiki Bank.

La tensión vivida por el posible impuesto a los depositarios y por el «corralito» temporal que de facto se vivió en Chipre, hizo temer que el resto de economías rescatadas pudieran enfrentar una situación similar a lo largo de 2012 y 2013. Algo que, finalmente, no ocurrió pero que volvió a mostrar la fragilidad de la situación de la eurozona y el alto riesgo de una nueva recaída. La crisis en los países de la eurozona ha sido la consecuencia de la subestimación del riesgo de los mercados financieros en la colocación de recursos, tanto para agentes públicos y privados en Grecia y Portugal, como para agentes privados en Irlanda y España.

Los países que optaron por un continuo aumento de su endeudamiento público (Grecia) o privado y público (Portugal) a bajos tipos de interés, siendo economías con reducidos niveles de productividad y competitividad, acentuaron su debilidad externa, lo que aumentó el déficit por cuenta corriente y determinó una creciente dependencia financiera exterior. El estallido de la crisis griega y el contagio posterior hicieron aflorar los desequilibrios acumulados. La percepción del riesgo de *default* aumentó y rompió la convergencia de los tipos de interés de la deuda pública, como se observa en el Gráfico 6. Los inversores asumieron que la deuda pública de países como Grecia o Irlanda no era tan segura como la de Alemania o Francia, por mucho que todos ellos compartieran la misma área monetaria.

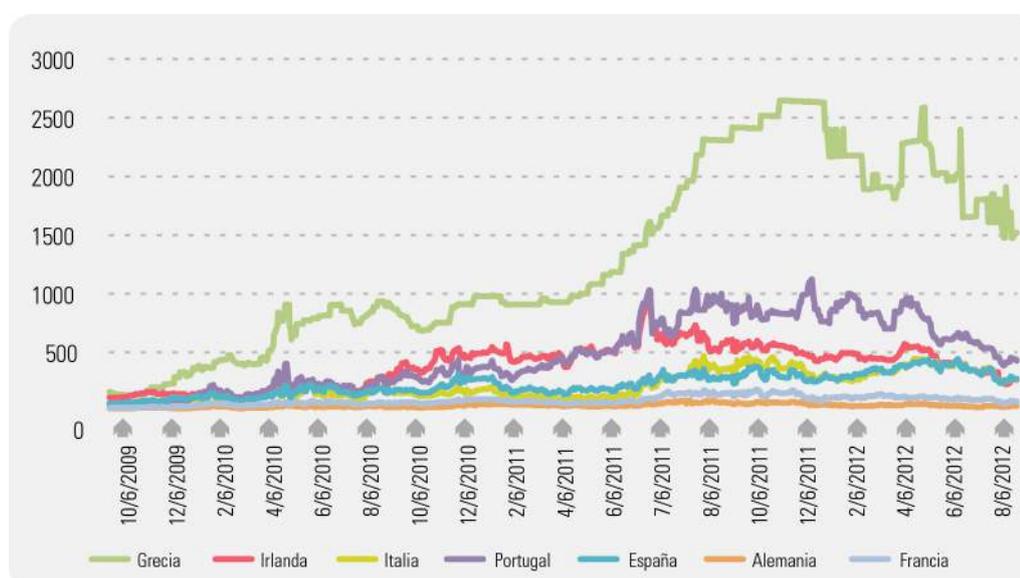
Gráfico 6. Tipos de interés del bono a 10 años (en %)



Fuente: Elaboración propia según datos de Thomson Datastream.

Los *Credit Default Swaps* (CDS) experimentaron una evolución similar, como muestra el Gráfico 7. Desde el punto de vista teórico, la interrelación entre los CDS y los intereses de la deuda pública favorece el incremento de ambas variables, en un proceso de mutua dependencia. El aumento del riesgo percibido se traduce en mayores intereses en el mercado secundario de deuda, lo que a su vez incrementa el coste del seguro en caso de impago, generando, nuevamente, alzas en los intereses. Este ciclo favorece el incremento del déficit público y de las emisiones de deuda.

Gráfico 7. Credit Default Swaps (CDS)



Fuente: Elaboración propia según datos de Thomson Datastream.

La complejidad derivada de poner en marcha los ajustes necesarios para corregir este círculo vicioso, impulsar la competitividad y consolidar las cuentas públicas determina que, generalmente, este tipo de procesos finalicen en crisis financieras. Es entonces cuando la situación obliga a los países a acometer la corrección de los desequilibrios acumulados desatendidos anteriormente.

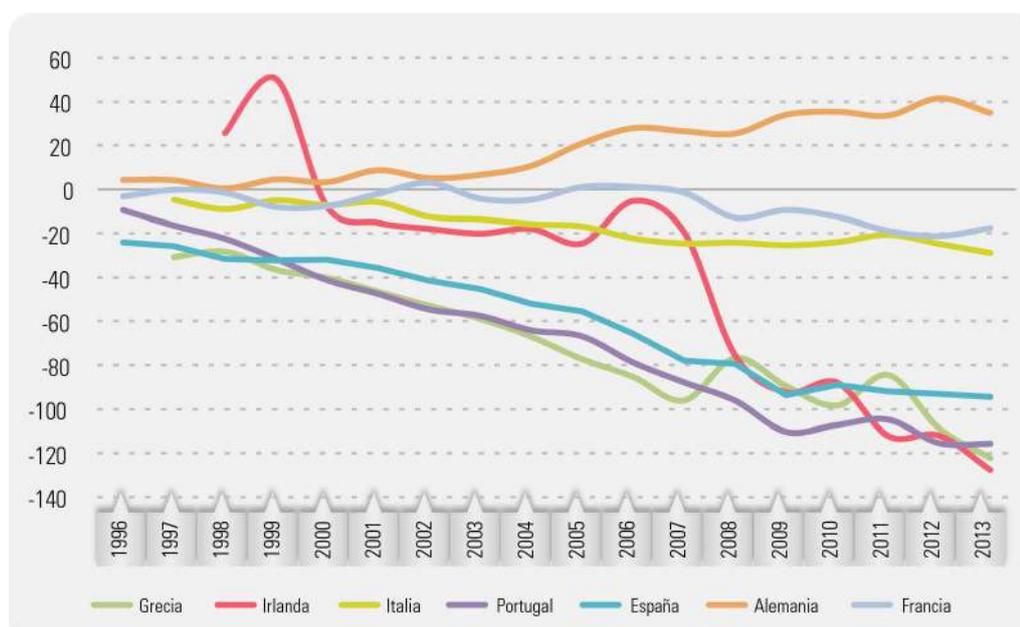
De la misma forma, los países, como España e Irlanda, en los que se propiciaron procesos de intenso endeudamiento privado, facilitaron una amplia expansión de las demandas internas, las burbujas de activos, la pérdida de competitividad y la creciente dependencia de la financiación externa. La evidencia empírica sugiere que los déficits en la balanza por cuenta corriente son también muy relevantes en los países pertenecientes a una unión monetaria, como señalaron Giavazzi et al. (2010), al contrario de lo que se pensaba en amplios sectores de la academia. En este sentido, Mundell II estaba equivocado.

Comenzó a considerarse que debía prestarse mayor atención al continuo e intenso deterioro de la balanza por cuenta corriente de los países de la unión monetaria y así lo señalaron diversos autores como Blanchard (2007) y Jaumotte (2010). Todos ellos destacaban, en primer lugar, que los saldos negativos continuados en la balanza por cuenta corriente podían ser reflejo de bajos niveles de ahorro en relación al volumen de inversión, de *booms* de crédito, de *booms* de activos (principalmente inmobiliarios) o de fuertes deterioros de la competitividad.

En segundo lugar, subrayaban que cuando se origina una crisis de balanza de pagos nunca se produce un ajuste suave; siempre son bruscos y obligan a un intenso desapalancamiento. Además suelen causar graves problemas a los sistemas financieros nacionales. Finalmente, remarcaban que las crisis de esta naturaleza dan lugar a procesos de ajuste largos y dolorosos por los elementos que se conjugan en la política económica de cara a lograr la recuperación de la economía y, a la vez, restaurar la competitividad perdida. Cuando eclosiona la crisis, en este caso al aflorar la verdadera situación del estado griego, se origina un *sudden stop* de los flujos financieros privados, como señalan Merler (2012) y Pisani-Ferry (2012). Al final del proceso los países altamente endeudados presentan un perfil muy negativo en su posición neta inversora internacional.

No resulta casual que los cuatro países más afectados por la crisis europea registraran, a finales de 2012, las posiciones netas inversoras negativas más altas del mundo. Portugal cerró 2012 con una posición neta deudora superior al 100 % del PIB, al igual que Irlanda y Grecia; España se situó en el 93 % del PIB. En términos comparativos, Francia e Italia tienen una posición neta inversora negativa de entre el 5 % del PIB y el 10 %. Alemania, por su parte, tiene una posición positiva equivalente al 40 % del PIB, como muestra el Gráfico 8.

Gráfico 8. Posición neta inversora internacional (% del PIB)



Fuente: Elaboración propia según datos de Eurostat.

5. La larga marcha hacia la superación de la crisis

El Gráfico 9 (Morgan Stanley, 2012) proporciona una visión clara de los posibles escenarios en los que se va a mover la eurozona y, por tanto, las disyuntivas que enfrentan los *policy makers* para superar la crisis o para precipitarse hacia la desintegración de la unión monetaria. Los escenarios se construyen a partir de las combinaciones entre la unión o la fragmentación bancaria y fiscal, y entre la convergencia y la divergencia económica. Se inicia la explicación recorriendo el gráfico en sentido contrario a las agujas del reloj.

Gráfico 9. Escenarios sobre el futuro de la eurozona

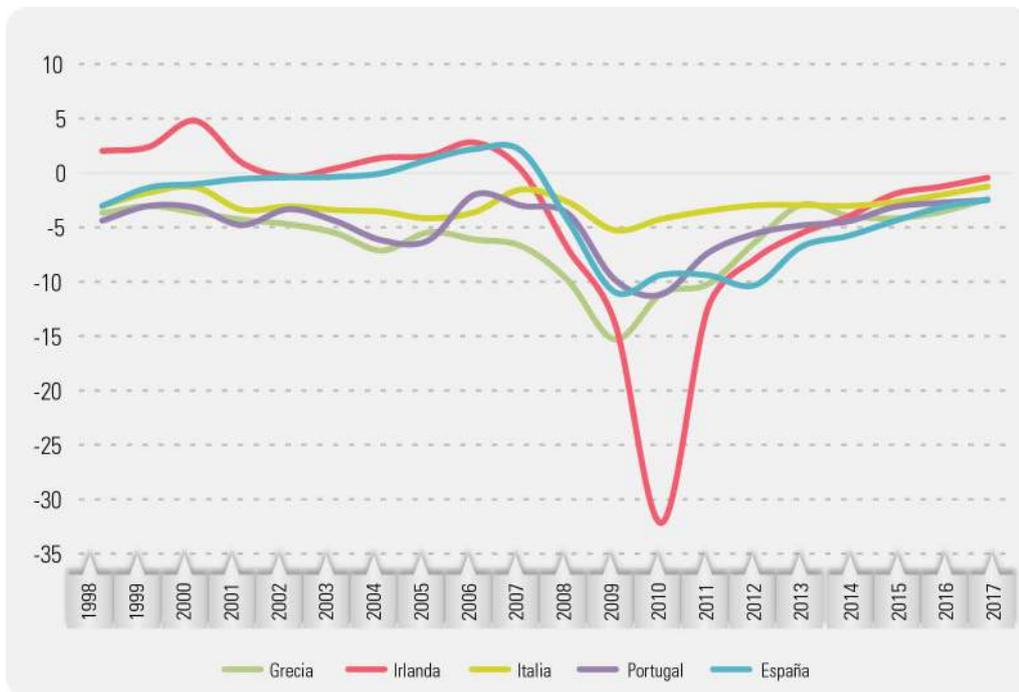


Fuente: Elaboración propia según diagrama de Morgan Stanley Research.

El cuadrante noroeste refleja una situación en la que la unión monetaria europea responde a la crisis mediante el avance hacia la unión bancaria y fiscal, a pesar de no haber progresado en la conquista de mayores niveles de convergencia económica. Este cuadrante recibe el nombre de «matrimonio a la italiana» porque los avances hacia la mayor integración bancaria y fiscal hacen posible que los países que registran las mayores divergencias económicas (desequilibrios por bajas tasas de crecimiento, pérdida de competitividad, altas tasas de desempleo, etc.) tengan que ser asistidos por transferencias desde los países con mejores situaciones económicas.

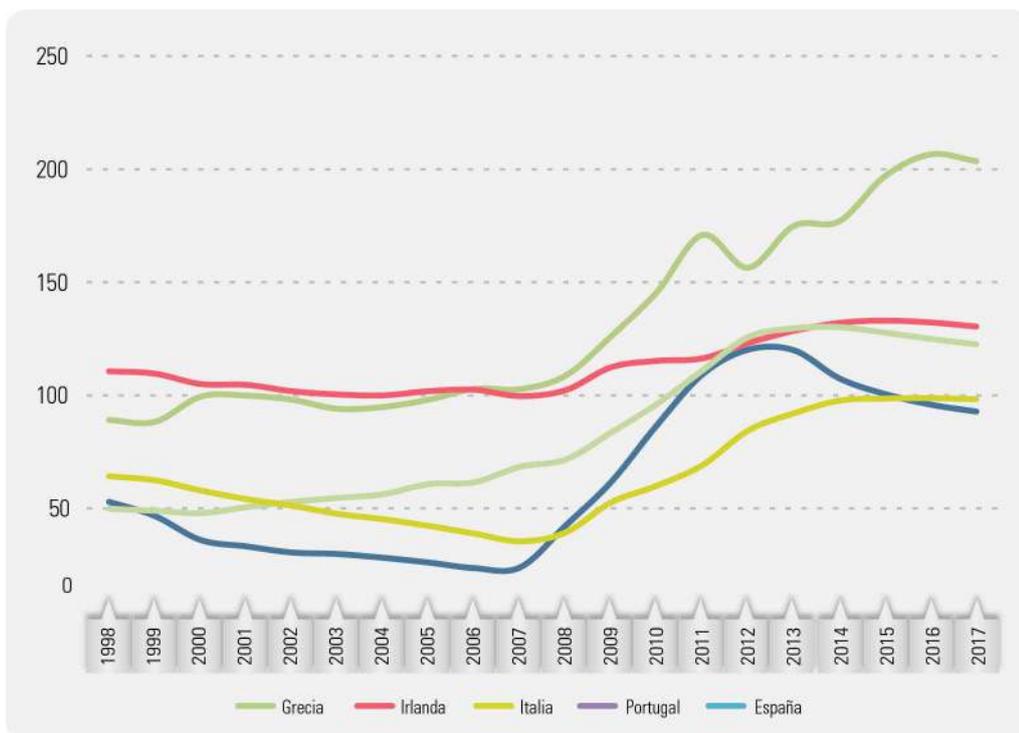
Algunos hechos sugieren que el «matrimonio a la italiana» podría ser el futuro a medio plazo de la eurozona. El primero de ellos lo encontramos en el comportamiento previsto de las variables de déficit público y deuda pública a partir de 2013. Los datos recogidos en los Gráficos 10 y 11 muestran un ajuste lento del sector público en la mayoría de las economías periféricas hasta 2017.

Gráfico 10. Déficit público, desde 2015 (% sobre PIB)



Fuente: Elaboración propia según datos de Eurostat 1998 – 2014. Previsiones realizadas por el FMI.

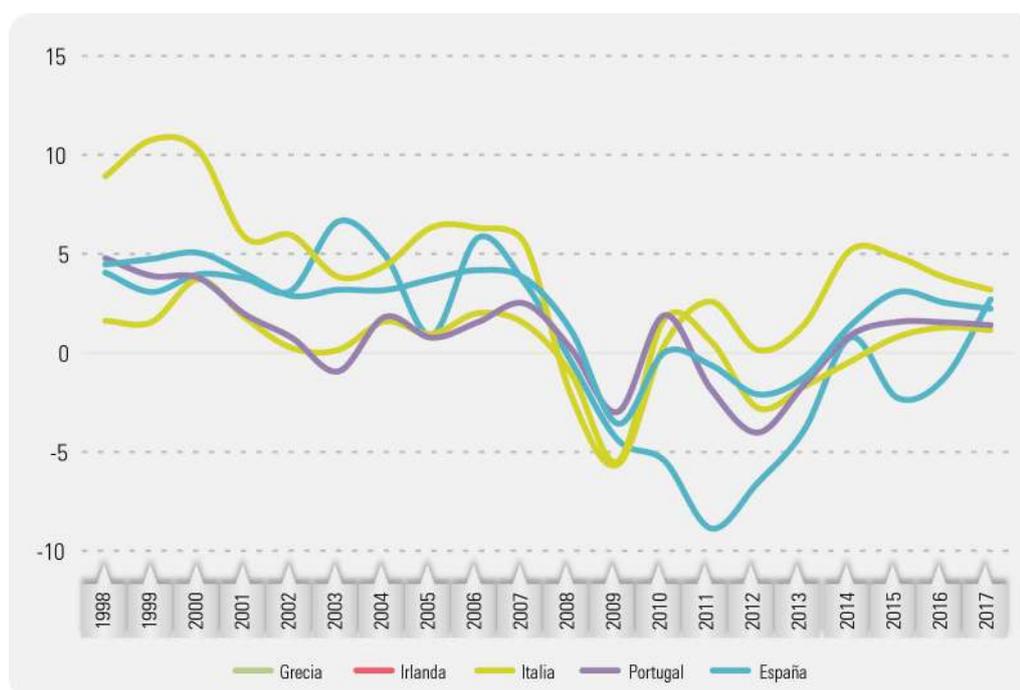
Gráfico 11. Deuda pública bruta, desde 2015 (% sobre PIB)



Fuente: Elaboración propia según datos de Eurostat 1998 – 2014. Previsiones realizadas por el FMI.

Pese a este lento proceso de ajuste del sector público, el efecto de las medidas de consolidación presupuestaria se deja también notar en las perspectivas de crecimiento económico. La débil recuperación de la actividad prevista para el periodo 2013-2017 incrementa el riesgo de un desacoplamiento definitivo entre las economías periféricas y los países centrales de la eurozona. El Gráfico 12 muestra el comportamiento previsto del PIB en el período 2013-2017, según el FMI.

Gráfico 12. Crecimiento del PIB real interanual, desde 2015



Fuente: Elaboración propia según datos de Eurostat 1998 – 2014. Previsiones realizadas por el FMI.

Existe, finalmente, un último elemento que contribuye a incrementar la probabilidad de un «matrimonio a la italiana» en la eurozona. El hecho de que las dos principales reformas institucionales pendientes en Europa (la unión bancaria y la unión fiscal) estén encima de la mesa y vayan avanzando, aunque sea lentamente, permiten esperar progresos a medio plazo. Mientras esto sucede, podrían ser necesarias ayudas financieras puntuales por parte del MEDE, como una manera de sustituir el efecto de una unión fiscal plena en los países miembros de la eurozona.

El cuadrante suroeste es el del «divorcio europeo» o el de la ruptura de la unión monetaria y el fin del euro. La crisis no habría conducido a que los gobiernos avanzaran hacia la unión bancaria y fiscal, sino que se habría producido un retroceso hacia posiciones nacionales en las que cada país habría buscado salvarse por sus propios medios y se habrían mantenido los niveles de divergencia económica que facilitaron la gestación de la crisis.

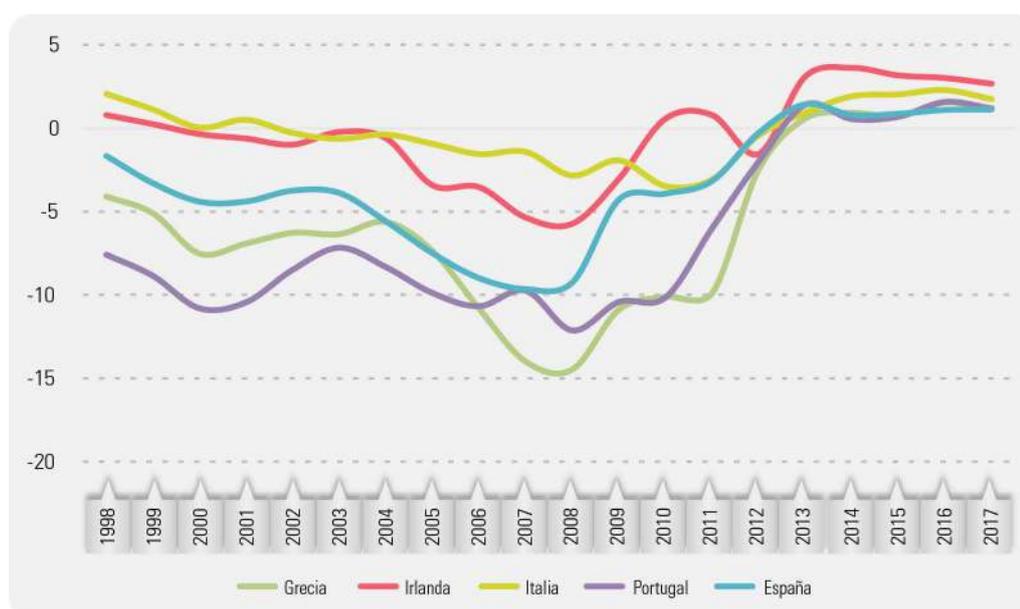
En este supuesto, las continuas tensiones políticas entre los países, sin perspectivas de resolución, alimentarían las tensiones sociales, lo que frenaría el avance de las reformas estructurales. Se mantendrían amplios niveles de divergencia económica, lo que conduciría a la ruptura de la unión monetaria y del euro. Se trata de un escenario apocalíptico, el peor de todos los posibles, que ha sido, sin embargo, contemplado de manera recurrente por los mercados internacionales.

Las economías más golpeadas por la crisis han experimentado una gran salida de depósitos bancarios (una continua y silenciosa corrida bancaria) hacia los países con mayor estabilidad. La falta de entendimiento sobre la hoja de ruta del proyecto de la Unión Monetaria Europea entre Francia y Alemania, así como la ausencia de un liderazgo político claro, no contribuirían a despejar definitivamente el catastrófico escenario del fin de la unión monetaria, como señala Chinn (2012).

Si no se produce una recuperación económica sensible en el corto plazo, en un entorno como el actual, las tensiones sociales (aparcadas en los últimos meses) podrían recrudecerse, lo que favorecería una ruptura definitiva del euro. Se trata de un escenario poco probable pero posible, bajo determinadas circunstancias. El tercer escenario, en el sureste del Gráfico 9, es el llamado «avances con continuos tropiezos». El paso de los dos escenarios de la izquierda del cuadro a los dos de la derecha, es posible, únicamente, a través de la puesta en marcha de las reformas estructurales que los países periféricos llevan postergando casi desde la entrada en el euro.

Este escenario se caracteriza porque los gobiernos no consiguen progresar de manera sustancial hacia la unión bancaria y fiscal, pero se producen significativas mejoras en la convergencia económica. Los gobiernos nacionales de los países en crisis adoptan reformas estructurales para mejorar la competitividad, sanean sus sistemas financieros y toman medidas de ajuste fiscal para corregir los desajustes en las cuentas públicas. Este es el escenario en el que se encuentra en la actualidad la unión monetaria europea y en el que parece que se va a instalar durante un largo periodo. Los datos referentes a la balanza por cuenta corriente muestran que el ajuste interno llevado a cabo por los países periféricos, y exigido en los diferentes *Memorandum of Understanding*, está dando sus frutos. El Gráfico 13 muestra cómo a partir de 2013 todas las economías periféricas registrarán superávit en sus cuentas corrientes, según prevé el FMI. La convergencia en este sentido no será sostenible, en el largo plazo, salvo que las economías periféricas realicen las reformas estructurales pendientes, como señala Estrada (2012).

Gráfico 13. Balanza por cuenta corriente, desde 2015 (% sobre PIB)



Fuente: Elaboración propia según datos de Eurostat 1998 – 2014. Previsiones realizadas por el FMI.

Desde el escenario «avance con continuos tropiezos» pueden producirse movimientos para trasladarse hacia el escenario nordeste, siempre que a principios de 2014 se den los primeros pasos hacia una mayor integración bancaria. Los propios *policy makers* reconocen que los avances en integración bancaria y fiscal en la unión monetaria se irán haciendo paso a paso, en una estrategia gradual a lo largo de una década.

El escenario nordeste del gráfico es el del «resurgimiento europeo», en el que la unión monetaria ha dado pasos significativos hacia la unión bancaria y fiscal. Al mismo tiempo se ha progresado en la corrección de los desequilibrios de los países más afectados por la crisis de deuda soberana. El euro ha despejado las incertidumbres a su alrededor y ha recuperado su estatus como divisa internacional confiable. Se trata de un escenario que tropieza con fuertes y constantes obstáculos. Existen importantes recelos en Alemania respecto del avance en la unión bancaria si, como contrapartida, no se dan pasos significativos hacia la unión fiscal y política. Francia quiere avanzar hacia la unión bancaria sin vincular los progresos en este ámbito a los objetivos de unión bancaria y fiscal, como quiere Alemania. Otros países tampoco quieren ceder o perder soberanía fiscal y política a favor de la Unión. De ahí que el escenario del «resurgimiento europeo» no se contemple como muy probable, a día de hoy.

Existe un quinto escenario, no recogido en el Gráfico 9, y que se encontraría entre el de «avanzando con continuos tropiezos» y el del «resurgimiento europeo». Este escenario fue descrito por Martin Wolf (2012), quien lo denominó «statu quo plus». Los elementos esenciales serían los siguientes:

- Se produce la recapitalización de los bancos a expensas de los acreedores, en lugar de hacerlo aumentando la carga fiscal de los estados.
- Se alcanza un claro compromiso para que los ajustes externos entre los países de la Unión Europea tengan carácter simétrico y no sigan generándose ajustes asimétricos cuyo peso recaerá exclusivamente sobre los países deudores.
- Se realiza un reconocimiento explícito por parte del Banco Central Europeo (BCE) en cuanto a su obligación para colaborar en el sostenimiento de la demanda.
- Financiación condicional a los gobiernos comprometidos con las reformas que cumplan con los objetivos establecidos para que puedan gestionar sus economías sin entrar en procesos de fuerte deterioro económico y social.

De acuerdo al esquema que hemos seguido, el escenario propuesto por Martin Wolf podría denominarse «avances a la espera de la Unión Bancaria y Fiscal definitivas». A la vista de lo sucedido entre 2012 y 2015, este escenario parece estar imponiéndose. La eurozona ha abordado la crisis de deuda soberana mediante la aplicación de una política económica basada en una doble línea de acción. Por un lado, los *policy makers* se han centrado en la corrección de los desequilibrios fiscales. Por otro lado, se han puesto en marcha reformas estructurales que persiguen corregir los desajustes de costes salariales y precios que han sido la fuente principal del deterioro de la competitividad. La política de austeridad fiscal ha estado acompañada de ayuda financiera para facilitar la puesta en marcha de las reformas estructurales necesarias en aquellos países que han pedido el rescate (Grecia, Irlanda, Portugal y parcialmente España).

Además, a lo largo de los últimos meses de 2014 y del primer semestre de 2015, la Unión Bancaria ha madurado de manera más que relevante en sus tres ámbitos de actuación. La convergencia en materia fiscal sigue estando lejana, pero muchas de las reticencias mostradas

A lo largo de los últimos meses de 2014 y del primer semestre de 2015, la Unión Bancaria ha madurado de manera más que relevante en sus tres ámbitos de actuación

por los distintos países en años anteriores parecen estar suavizándose. El clima político, tras el tercer rescate a Grecia, del que se hablará en la Sección 6, parece más favorable que antes para avanzar en materia de presupuestos comunes y de deuda mutualizada.

Esta estrategia de reformas y de ajustes fiscales responde al enfoque alemán de lo que debe ser el funcionamiento de la eurozona, elaborado a partir del consenso del ordo-liberalismo que está muy cerca de la visión de la «Nueva Economía Clásica» (Dullien, 2012). Según este enfoque, las economías nacionales pueden amortiguar y adaptarse a los *shocks* si son suficientemente flexibles en sus costes salariales y en sus precios. Si los costes salariales y los precios no responden con suficiente rapidez y flexibilidad se considera que se deberá a rigideces legales y/o institucionales, lo que requerirá que se apliquen reformas estructurales para recuperar la flexibilidad perdida.

Con este enfoque, la convergencia económica en la unión monetaria no requiere de ningún tipo de coordinación (impositiva, salarial, de seguridad social, política fiscal, etc.) sino únicamente que cada país haga lo que tiene que hacer. Es decir, que aplique las políticas correctas. La única política que tiene que ser coordinada es la que concierne al déficit público para evitar situaciones de déficits excesivos que suelen conducir a crisis de deuda.

La denominada germanización de la Europa del euro –que guarda bastante similitud con el consenso Bruselas-Frankfurt– consistiría, en primer lugar, en que las economías tengan un sector público austero que no genere, en términos estructurales, en las fases recesivas del ciclo económico, un déficit superior al 0,5 por ciento del PIB. La regla de oro del déficit cero. En segundo lugar, que sean estables a partir de un riguroso control de la inflación. En tercer lugar, que sean competitivas partiendo de un adecuado control del crecimiento de los salarios en función de la productividad. Finalmente, en cuarto lugar, que pongan en marcha reformas estructurales para aumentar el crecimiento potencial de la economía. Este enfoque se puso claramente de relieve en el Consejo Europeo de marzo de 2011.

Son muchas las dudas que existen sobre las posibilidades reales de superación de la crisis del euro. El elevado déficit público y el alto nivel del ratio de deuda sobre PIB de Grecia revelan la imposibilidad real de que este país pueda atender sus compromisos financieros, a pesar del reajuste con quita de la deuda por parte de sus acreedores privados, contemplado en el segundo plan de rescate aprobado en febrero de 2012.

Irlanda y Portugal, en menor medida, se encontrarían en una situación similar. En este caso la reestructuración con quita de la deuda se haría sin participación de los acreedores privados y siguiendo los principios aplicados por el FMI. Este cambio de rumbo introducido por la canciller Angela Merkel en el Consejo Europeo de diciembre de 2011 supuso la adopción de los principios del FMI para este tipo de situaciones (Steinberg, 2012). De estos tres países, Grecia y Portugal presentan la dificultad añadida de haber registrado un significativo deterioro de la competitividad de sus economías. El diagnóstico de los factores causantes de la crisis que se ha impuesto y continúa vigente es el de Alemania y de él se derivan las políticas de ajuste y reformas estructurales que tienen que seguir los países.

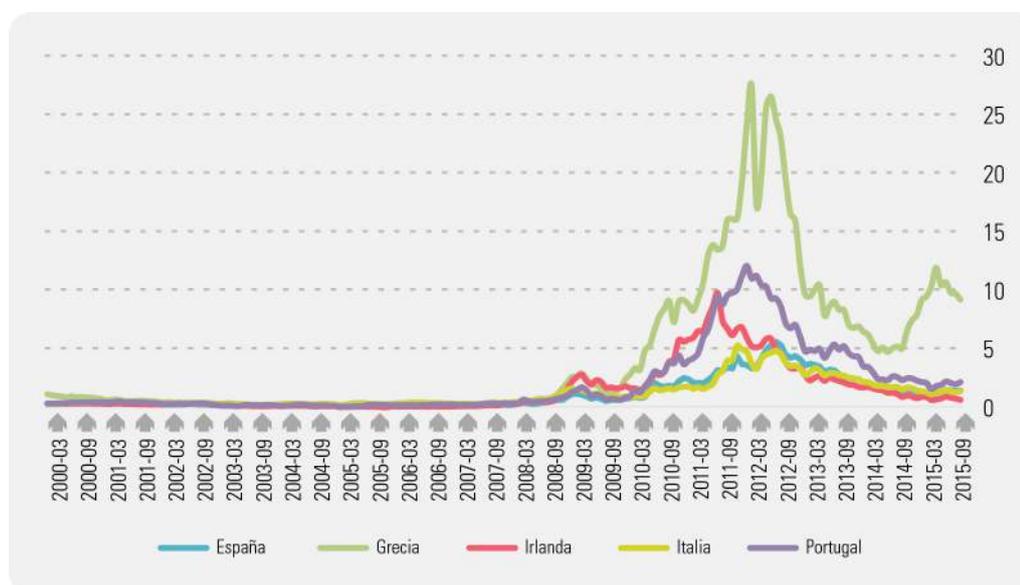
¿Son, entonces, el descontrolado déficit público y la ratio de deuda pública sobre PIB la causa de la crisis de los países de la eurozona? La excepción es el caso de Grecia donde se gestó una situación de déficit gemelos, en la que el déficit público y su financiación externa causaron, en gran medida, el déficit en la balanza por cuenta corriente. ¿No será la crisis de

Son muchas las dudas que existen sobre las posibilidades reales de superación de la crisis del euro

los países de la zona euro realmente una crisis de competitividad motivada, en gran parte, por las entradas de capitales externos en condiciones financieras muy favorables, tras la entrada de los países en el euro?

El cambio de rumbo experimentado por la política económica en la eurozona a partir de 2012 sugiere que existía, al menos, otro problema adicional. Se trataba de la exacerbación, por parte de los inversores internacionales, de las primas de riesgo de los países más afectados por la crisis. Las dudas sobre la supervivencia de la eurozona y sobre la hipotética salida de algunos países incrementaron el riesgo de ruptura del euro en los primeros meses del año. Fue en el verano de 2012 cuando el Banco Central Europeo comenzó a adoptar un papel más protagonista en la resolución de la crisis, complementando los dos ejes de actuación política antes mencionados. En primer lugar, Mario Draghi (2012), señaló de manera clara la irreversibilidad del euro. Su mensaje, acompañado de las compras masivas de bonos soberanos por parte del BCE a través del programa OMT y de la expansión cuantitativa (QE por sus siglas en inglés, *Quantitative Easing*), fueron recibidas de manera muy positiva por parte de los mercados a partir de 2013, lo que contribuyó a reducir de manera drástica la prima de riesgo de los países periféricos, como podemos observar en el Gráfico 14.

Gráfico 14. Diferenciales de tipos de interés de la deuda pública a diez años respecto del bono alemán



Fuente: Elaboración propia según datos de Thomson Reuters Datastream

Esta situación de «calma tensa» en los mercados, y de ajustes y reformas a nivel doméstico, se ha mantenido a lo largo de casi todo 2013, 2014 y 2015, alterada, casi exclusivamente, por los vaivenes políticos en Grecia. Los principales progresos a fecha de septiembre de 2015, en los países más afectados por la crisis, se sintetizan a continuación. El caso griego, por su severidad, será abordado de manera independiente en la sección 6.

- **España e Italia:** Estos dos países disfrutaron de una cierta estabilidad económica pese a enfrentar importantes amenazas. La economía española tuvo en 2012 un ratio deuda pública

sobre PIB del 85,9 por ciento. Además, registró un déficit por cuenta corriente del 1,1 por ciento del PIB. En 2012 el déficit público fue el 10,8 por ciento del PIB. Esto indica que España tiene que realizar un gran esfuerzo fiscal para alcanzar un nivel de déficit del 3 por ciento del PIB en 2016.

España debe, pese a al superávit previsto en su balanza por cuenta corriente (véase Gráfico 13), acometer reformas estructurales para fortalecer la competitividad y el crecimiento potencial y así volver a crear empleo. Es necesario profundizar en la reestructuración del sistema financiero con los estándares de capital requeridos por la eurozona. Un proceso fuertemente intensificado en el primer semestre de 2012 con la solicitud a la Unión Europea de un programa de rescate bancario para las cajas de ahorro. La solicitud fue presentada el 12 de junio de 2012 y confirmada en sus principales características en la Cumbre Europea del 28 y del 29 de junio. Los resultados del programa han sido muy satisfactorios.

De la línea de crédito inicial valorada en 100 mil millones de euros solo se han dispuesto alrededor de 40 mil millones. Además, el cumplimiento de los objetivos reflejados en el *Memorandum of Understanding* ha sido rápido y satisfactorio, en opinión del Banco Central Europeo y del Fondo Monetario Internacional. Existe un elevado grado de consenso acerca de que España no necesitará recurrir, nuevamente, a fondos europeos para acudir en ayuda de su sistema financiero. Según el acuerdo alcanzado, los fondos de capitalización se canalizarán directamente a las instituciones financieras pero, pese a ello, serían contabilizados a efectos de déficit y de deuda pública como si de una partida presupuestaria habitual se tratara.

Es necesario destacar que el éxito de las reformas puestas en marcha en España, unido a una coyuntura internacional favorable (depreciación del euro, caída de los precios del petróleo,...), ha permitido a la economía española mostrar un importante dinamismo a partir de 2014. Según el FMI, el PIB crecerá un 3,1 % en 2015 y un 2,5 % en 2016. Este crecimiento iría acompañado de una paulatina reducción del déficit público y de la tasa de desempleo.

La economía italiana, por su parte, presenta un elevado ratio de deuda pública sobre PIB, que ya era alto antes de su incorporación a la eurozona, y que en 2012 se situó en el 126,9 por ciento del PIB, con un déficit público situado del 2,9 por ciento del PIB. Italia mantendrá una reducida posición neta negativa internacional inferior al 10 por ciento del PIB. Italia, como ya se ha señalado, ha tenido que adoptar medidas de ajuste fiscal muy estrictas tanto para reducir su déficit público, como para contener el ritmo de crecimiento de su deuda. Pese a ello, el ratio de deuda sobre PIB seguirá aumentando gracias al estancamiento de su economía. Italia tiene por delante un largo recorrido antes de que las reformas estructurales puestas en marcha comiencen a dar sus frutos y su competitividad se recupere. El FMI señala que el PIB italiano crecerá, únicamente, un 0,8 % y un 1,3 % en 2015 y en 2016.

- **Irlanda:** En el caso de Irlanda la clave se encuentra en que se trata de economías pequeñas con una elevada participación (más del 50 por ciento) de las exportaciones en el PIB. De esta manera, una vez recuperada parte de la competitividad perdida, varios sectores están volviendo a exportar sin necesidad de esperar la recuperación de la economía internacional. Gracias a ello, Irlanda ha conseguido recuperar la senda del crecimiento económico al mismo tiempo que ha profundizado en el ajuste de su sector público. La llamada «austeridad expansiva» tampoco ha surtido efecto en el caso irlandés. Su recuperación es la consecuencia de la expansión experimentada por las exportaciones y por la inversión

España debe acometer reformas estructurales para fortalecer la competitividad y el crecimiento potencial y así volver a crear empleo

extranjera directa, al tiempo que se producía el ajuste interno en el país. Según el FMI, Irlanda crecerá un 4,8 % en 2015 y un 3,8 % en 2016.

El estudio realizado por Leigh (2011) sobre la «expansionary austerity» de 173 programas internacionales de consolidación fiscal llega a la conclusión de que tienen efectos muy negativos sobre el empleo a corto y largo plazo y que rara vez son expansivas como sostienen los defensores de su formulación. Es, por tanto, difícil que países como Portugal, España e Italia puedan obtener efectos positivos con sus políticas de «austeridad expansiva» si no se toman medidas para impulsar la competitividad al mismo tiempo que originen efectos positivos inmediatos en la expansión de las exportaciones.

- **Portugal:** La situación en Portugal se asemeja a la de España o Italia, en tanto que las tres son economías con un importante proceso de ajuste por delante. En el caso portugués, su elevada deuda privada y pública (cercana al 300 por ciento del PIB) exige un largo proceso de desapalancamiento y ajuste. Las buenas noticias para Portugal vienen por el lado de la deuda pública y de la balanza por cuenta corriente. La primera de estas variables, pese a superar el 120 por ciento del PIB, entró en fase de estabilización y reducción a partir de 2014, según el FMI. De esta manera, las siguientes fases del ajuste del sector público portugués deberían poder realizarse con un menor coste, en términos de actividad. La balanza por cuenta corriente de Portugal muestra resultados esperanzadores a partir de 2014, gracias al ajuste que el país ya ha realizado en costes salariales y en precios, como veremos en los Gráficos 15 y 16. Aunque es difícil que el sector exterior tire de la recuperación por sí solo, como en el caso de Irlanda, su contribución al PIB puede resultar fundamental para impulsar la recuperación portuguesa. La recuperación, a tenor de los últimos datos publicados por el FMI, es todavía muy débil. Está previsto que el PIB portugués crezca un 1,5 % tanto en 2016 como en 2017.

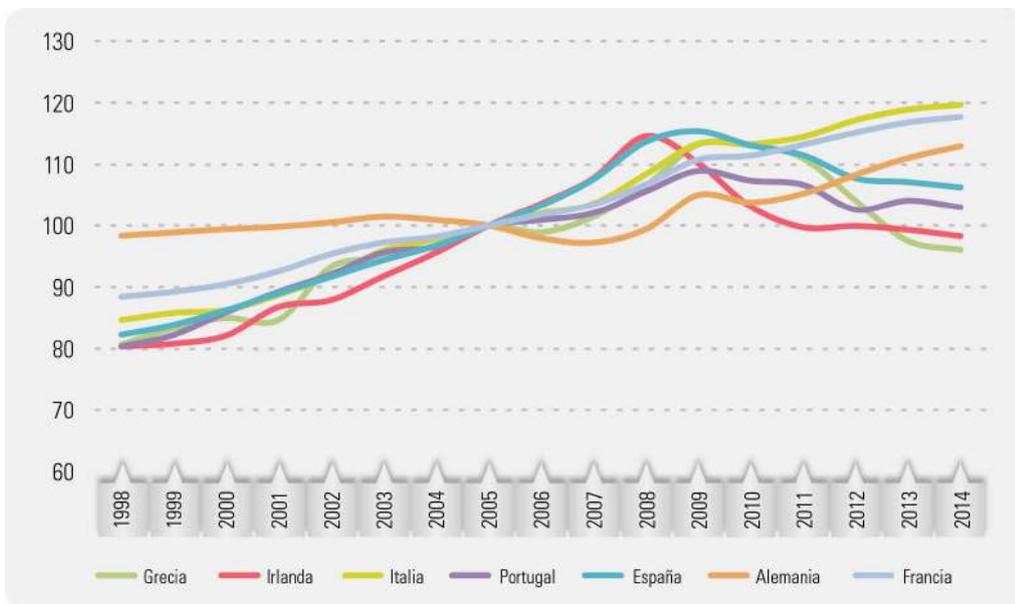
En los cuatro casos descritos, se echa de menos, en el diagnóstico y las medidas de austeridad del consenso alemán, el reconocimiento del complejo proceso de recuperación de la competitividad perdida. Los países en esa situación tienen que reducir los precios por debajo de la media de la eurozona. Como los países más estables y competitivos del norte, con Alemania a la cabeza, tienen tasas de inflación inferiores al 2 por ciento obligan a los países con la competitividad deteriorada a perseguir inflaciones inferiores, con el riesgo de caer en procesos deflacionistas, con continuas caídas del consumo y la inversión, y por tanto del PIB.

El ajuste salarial necesario y el incremento del desempleo provocan mayor contracción de la actividad económica y, en consecuencia, quiebras de empresas. Al mismo tiempo los menores ingresos vuelven cada día más difícil cumplir los compromisos de préstamo con los bancos, lo que acaba agravando la débil situación de las instituciones financieras. Este círculo vicioso se suele complicar aún más: la caída de actividad causa una reducción de la recaudación de impuestos y aumenta el pago de prestaciones por desempleo. El resultado de adentrarse por esta senda en busca de recuperar la competitividad perdida es, por tanto: deflación, desempleo, mayor fragilidad de las instituciones financieras y aumento del déficit público. El país se ajusta por anemia, con el terrible efecto negativo de una gran destrucción de tejido productivo.

En términos de convergencia, los últimos datos relativos al ajuste de las economías periféricas y a su capacidad para recuperar la competitividad perdida son relativamente esperanzadores. La situación actual de la eurozona muestra que el ajuste de las economías periféricas vía caída de los costes laborales parece estar produciéndose. Los datos recogidos en el Gráfico 15 así lo sugieren.

Los últimos datos relativos al ajuste de las economías periféricas y a su capacidad para recuperar la competitividad perdida son esperanzadores

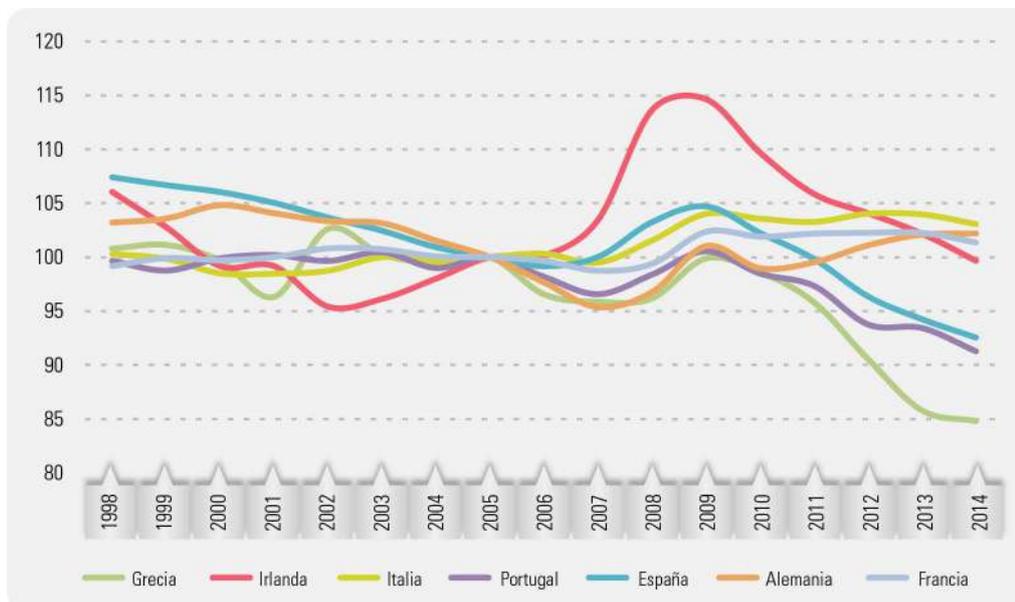
Gráfico 15. Costes laborales nominales unitarios (2005 = 100)



Fuente: Elaboración propia según datos de Eurostat.

A la vista de la evolución de los costes laborales nominales unitarios cabe señalar que, efectivamente, se está produciendo un fuerte ajuste de los salarios en las economías periféricas desde 2009. Sin embargo, el hecho de que los datos estén medidos en términos nominales y no en reales oculta una importante realidad, como muestra el Gráfico 16.

Gráfico 16. Costes laborales reales unitarios (2005 = 100)



Fuente: Elaboración propia según datos de Eurostat.

Como señala Bourgeot (2012), las divergencias entre las dinámicas de los costes laborales unitarios reales y nominales nacen, lógicamente, de las diferencias de inflación entre los países miembros desde su misma concepción. Según Bourgeot, desde la puesta en marcha de la eurozona, los precios en Alemania han crecido alrededor de un 10 %, mientras que en países como España, Italia, Portugal o Grecia lo han hecho alrededor de un 30 %.

En un régimen de tipos de cambios fijos (y más aun dentro de un área monetaria), las divergencias en inflación son equivalentes a diferencias en el tipo de cambio real entre los países miembros. Razón por la cual el crecimiento previsto de las exportaciones en los países periféricos nacería de los diferenciales de inflación más que de la corrección de los costes laborales. Esta hipótesis vuelve a poner de manifiesto el riesgo de un ajuste de las economías periféricas vía deflación, incrementado el riesgo de una recuperación destructiva en términos de tejido productivo.

¿Por qué el consenso alemán sigue defendiendo entonces la «austeridad expansiva»? Porque, como señala Pisani-Ferry (2010), existen experiencias recientes –como las de Irlanda o Letonia– que muestran que después de haber aplicado programas de ajuste de las cuentas públicas y de reformas para recuperar la competitividad las economías vuelven a crecer pronto. Esa es la expectativa para los países en crisis de la eurozona. En una situación compleja como la que padecen Grecia, España, Italia y Portugal adquiere pleno sentido las propuestas del escenario «statu quo plus»: los países con superávit deberían asumir el compromiso de que los ajustes externos entre los países de la Unión Europea sean simétricos y no recaigan de manera exclusiva sobre los países deudores.

En los cuatro casos (Grecia, Irlanda, Portugal y España) en los que se ha solicitado algún tipo de asistencia financiera a Europa encontramos un denominador común. La condicionalidad impuesta en los *Memorandum of Understanding* incide en la idea de que es necesaria una devaluación interna que incremente la competitividad a corto plazo. Los Gráficos 15 y 16 sugieren que esta se está produciendo, efectivamente, pero vía inflación y, en menor medida, vía costes laborales. Ante este escenario, es lógico preguntarse si el euro será capaz de sobrevivir o si, por el contrario, este largo e incierto proceso de recuperación puede contribuir a su final. Algo que se hace en la siguiente sección de este artículo.

6. El problema de la gobernanza del euro

6.1. El caso de Grecia

En Grecia se avanza en el ajuste del déficit público, pero la competitividad tardará mucho tiempo en recuperarse. Serán necesarias nuevas reducciones de salarios, costes y precios, pese a los avances realizados en los últimos meses. Esta situación puede derivar y, de hecho, está derivando, en un importante deterioro de la vida social y política. Una buena parte de los ciudadanos percibe que la suya es una democracia gobernada, en los aspectos económicos, por el dictado de los mercados financieros y por la llamada «troika» (Comisión Europea, BCE y FMI). El malestar acumulado en los años 2013 y 2014 cristalizó en la doble elección de Alexis Tsipras como Presidente del país, así como en el rechazo en referéndum del tercer *Memorandum of Understanding*.

Rodrik (2012) explica que existe una «unholy trinity» entre la globalización financiera, los estados soberanos y la democracia económica. Desde esta perspectiva, bien sabida pero no formulada expresamente, Keynes señaló que si se quería compatibilizar la máxima libertad económica con la existencia de una profunda democracia, sería necesario limitar los movimientos de capital.

En Grecia se avanza en el ajuste del déficit público, pero la competitividad tardará mucho tiempo en recuperarse

Tras el final de Bretton Woods, la elección creciente por la globalización financiera obligó a los estados soberanos a cumplir con las reglas del juego que establecen los mercados financieros y, necesariamente, se redujo la participación de la democracia en lo económico. La entrada en juego de la democracia implicaría la creación de un sistema de gobernanza global para interactuar con los mercados financieros. De ahí que se realicen continuas referencias a que el mundo se encuentra en una era de dominio de los mercados financieros. Algo favorecido, sobre todo, por el repliegue de la política y por su incapacidad para actuar de manera coordinada y con determinación en los mercados. Las reglas del juego impuestas por los mercados financieros y el enfoque para abordar la crisis de Grecia exigen, en primer lugar, ajuste y, en segundo lugar, reformas estructurales para flexibilizar la economía y mejorar el crecimiento potencial.

Las medidas de ajuste del déficit público y la reducción de salarios, costes y precios aumentarán el esfuerzo que Grecia tiene que hacer para pagar sus deudas. Durante el proceso de ajuste, la eurozona podría apoyar proyectos puntuales como si se tratase de una unión fiscal, una opción lejana a las preferencias de Alemania. En el Consejo Europeo del 11 de diciembre de 2012 se puso de manifiesto que Alemania se inclina por una unión fiscal limitada sin transferencias y sin eurobonos, como señala Steinberg (2012). ¿Qué alternativas tiene, entonces, Grecia? No muchas. Básicamente, perseverar en el ajuste y las reformas estructurales para continuar en el escenario de «avances con continuos tropiezos» y apoyar que la unión se mueva hacia un escenario «statu quo plus».

El verano de 2015 es el momento en el que la salida del euro de Grecia ha estado más cerca de producirse. El rechazo del Gobierno y del pueblo heleno al tercer rescate, en las condiciones inicialmente propuestas, estuvo a punto de traducirse en una crisis de liquidez financiera y soberana. Las nuevas reformas pactadas tras el referéndum del día 5 de julio, muy similares a las negociadas en un primer momento, han amortiguado el riesgo de salida. Las elecciones de septiembre dejaron, de nuevo, a Tsipras como único interlocutor válido con las autoridades europeas y le permitieron deshacerse de los miembros de su partido más combativos con la ortodoxia del ajuste económico. Grecia debe, como se ha dicho, continuar en el proceso de ajuste y reforma de su economía para tratar de converger con el resto de economías de la eurozona.

De no ser así, la única alternativa restante sería la salida del euro, no prevista en el Tratado de Maastricht y poco probable en este momento. Si, pese a ello, lo peor sucediera y Grecia abandonara finalmente el euro, las consecuencias serían muy negativas tanto para la eurozona como para la economía mundial.

Si se avanza hacia la unión bancaria y se establece la hoja de ruta para la unión fiscal, el euro sobrevivirá

6.2. ¿Sobrevivirá el euro?

El Gráfico 9 de los escenarios sobre el futuro de la eurozona ilustra que el euro puede sobrevivir renqueando si la Unión Monetaria se sitúa en un escenario de «matrimonio a la italiana» o de «avances con continuos tropiezos». Puede crecer con fortaleza en el caso de una «resurrección europea». Su ruptura solo es posible si el escenario final es el del «divorcio europeo».

En este momento histórico la unión monetaria se encuentra en el escenario «avanzando con continuos tropiezos» intentando moverse hacia un escenario intermedio, no previsto en el esquema utilizado, descrito por Martin Wolf como «statu quo plus». Si se avanza hacia la unión bancaria y se establece la hoja de ruta para la unión fiscal, el euro sobrevivirá. Desde una perspectiva ciudadana y política, el euro solo permanecerá si es percibido como un instrumento útil para el

crecimiento y para el progreso económico y social en los países de la eurozona. Si por el contrario el euro convierte a los países en rehenes de una disciplina asfixiante que dificulta cualquier posibilidad de crecimiento y de mejora de la competitividad, será percibido como un instrumento que bloquea el progreso de los países y su ruptura será inevitable (Arahuetes, 2013).

Desde la perspectiva de los intereses económicos de los países de la eurozona, lo más probable es que el euro sobreviva. Su ruptura generaría pérdidas incalculables para los acreedores, un largo periodo de caos mientras se recalculan y se reestructuran los contratos y consecuencias negativas imprevisibles sobre las expectativas y el estado de confianza después del *shock*. Estos efectos se trasladarían como las ondas de un gran terremoto al resto de la economía internacional. Nadie entendería por qué Alemania dejó que la crisis europea fuese tan lejos, sabiendo lo que tenía que hacer para evitarla y teniendo los medios e instituciones a su alcance. Desde el punto de vista alemán, como se explicará más adelante en esta misma sección, el euro no puede romperse, no ya por los intereses económicos existentes, sino por la insostenible carga moral que recaería sobre el país por la destrucción del proyecto de integración europea. Una carga equivalente, aunque de distinta naturaleza, a la soportada por ser el principal causante de las dos guerras mundiales.

Los países periféricos, por su parte, están llevando a cabo, en la línea de austeridad, fuertes ajustes con el objetivo de cumplir a medio plazo la regla de oro de déficit cero. Al mismo tiempo están aplicando medidas de reforma estructural para poner a sus economías en la senda de la competitividad y del crecimiento. Pero están al comienzo de la travesía, y esta puede ser larga y tener efectos muy dolorosos. Los ciudadanos podrían llegar a pensar que no vale la pena realizar un esfuerzo tan grande para seguir en el euro, ante la inexistencia de un horizonte de esperanza.

Con el objetivo de aminorar el coste para los países periféricos, a corto plazo debe proseguirse con las compras de deuda pública por parte del Banco Central Europeo. Si, como dijo Mario Draghi en el verano de 2012, el euro es irreversible, entonces debe favorecerse la reducción sostenida de las primas de riesgo a partir de las intervenciones del BCE en el mercado secundario, como ya se está haciendo. De lo contrario existe el riesgo de que los países tengan que dedicar cada vez más dinero al pago de intereses, lo que coloca a los estados en una espiral financiera imposible de mantener a través de una política de mayor austeridad. Si no se lleva a cabo ese tipo de intervención aumentará la fragilidad financiera de las instituciones financieras, lo que alimentará el círculo vicioso de la crisis fiscal y de deuda soberana.

En la medida que los países en crisis de la eurozona avancen en sus programas de austeridad fiscal y de reformas estructurales, el BCE debería continuar con sus intervenciones para garantizar en última instancia (*backstop*) las colocaciones de bonos de los países sometidos a la crisis de la deuda soberana. Algo que también podría hacer el MEDE, llegado el caso, pues dispone de 500.000 millones de euros a su disposición.

En lo referente a la Unión Bancaria, en los últimos meses de 2013 se produjeron pequeños avances en la dirección adecuada. La unión bancaria, como ya se ha dicho, está formada por tres elementos: El Mecanismo Único de Supervisión (MUS), un sistema de regulación común europea y el Mecanismo Único de Resolución (MUR). El MUS está previsto que comience a funcionar a finales de 2014, tal y como recoge el Instituto de Empresa (IE, 2014) en su informe sobre el tema. Por su parte, la regulación común europea relativa a los requisitos de capital es aplicable desde enero de 2014. En otros aspectos regulatorios los avances son continuos, pese a existir algunas excepciones (en lo relativo a las provisiones, por ejemplo) donde «los legisladores nacionales tienen aún margen de discrecionalidad».

Si el euro convierte a los países en rehenes de una disciplina asfixiante será percibido como un instrumento que bloquea el progreso de los países y su ruptura será inevitable

El MUR, finalmente, es el aspecto de la unión bancaria que más lentamente ha avanzado hasta el momento y que ha generado más discusión entre *policy makers* y analistas. A finales del año pasado, sin embargo, comenzaron a darse los primeros pasos en la dirección adecuada. Si en el Consejo Europeo de octubre de 2013 (Consejo Europeo, 2013a) se acordó acelerar las negociaciones para crear el Mecanismo Único de Resolución (MUR) de entidades financieras, en el Consejo de diciembre (Consejo Europeo, 2013b) se alcanzó un acuerdo de mínimos.

El acuerdo incluye la puesta en marcha de un mecanismo único de resolución de entidades financieras en la eurozona. El mecanismo completo no entrará en vigor hasta 2025, momento en el que el llamado Fondo Único de Resolución estará completamente activado y debidamente mutualizado. Hasta ese momento, el MEDE podrá actuar como cortafuegos excepcionalmente, financiando a los gobiernos que necesiten intervenir en su sistema financiero (como sucedió en el caso de España). A partir de 2025, existirá un fondo público que garantizará la financiación a las entidades en problemas. La forma de dicho fondo, sin embargo, no se terminará de definir hasta «dentro de varios años». Además de sobre el futuro del fondo público de recapitalización, las negociaciones en los últimos meses se han centrado en la definición del proceso de toma de decisiones dentro del MUR, así como en el análisis de las modificaciones legales necesarias para poner en marcha el Fondo Único de Recapitalización.

El 20 de marzo de 2014 se alcanzó un acuerdo provisional (European Commission, 2014), ratificado por el Parlamento unas semanas más tarde, en el que se fijaba un capital de 55.000 millones de euros para el Fondo, con una mutualización progresiva a 8 años vista. Además se acordaron el resto de detalles relativos al funcionamiento del Fondo, a su capacidad de emisión de deuda y a su gestión diaria. Si los avances en la recapitalización de las instituciones financieras de los países que sufren la crisis de deuda soberana forman parte del proceso de construcción de la unión bancaria, y si las intervenciones en los mercados de deuda son un paso para detener la crisis y caminar hacia la construcción de la unión fiscal, habrá «avances» que aminorarán los «continuos tropiezos». Se habrá dado un gran paso en el largo proceso de superación de la crisis de la eurozona.

Por el contrario, una estrategia de acción limitada –sin unión bancaria, sin mecanismos de resolución crisis de la deuda soberana y sin voluntad política ni perspectivas de unión fiscal– hará muy difícil la superación de la frágil situación actual. La falta de avances agigantará los continuos tropiezos y pondrá en riesgo la supervivencia del euro.

6.3. El papel del BCE

El primer párrafo del comunicado final del Consejo Europeo de 28 y 29 de junio de 2012 reconocía la urgencia de acabar con este problema al afirmar que «es imperativo romper el círculo vicioso (establecido) entre bancos y deuda soberana». Desde entonces, se ha logrado mitigar las incertidumbres sobre los sistemas financieros de los países en crisis, aunque apenas se ha avanzado en la construcción de la unión bancaria. El mismo comunicado del Consejo Europeo reconocía la urgencia y la necesidad de dar los primeros pasos hacia la unión bancaria. Recogía que, una vez establecido el mecanismo único de supervisión bancaria, el MEDE podría recapitalizar directamente los bancos de la eurozona.

El BCE dio un paso importante, el 21 de diciembre de 2011, para ayudar a los bancos europeos e, indirectamente, a los gobiernos. Dentro de las operaciones de LTRO (*Long Term Refinancing*

El comunicado final del Consejo Europeo de 28 y 29 de junio de 2012 afirmaba que «es imperativo romper el círculo vicioso (establecido) entre bancos y deuda soberana»

Operations), realizó la mayor inyección de recursos en el sistema bancario europeo desde la existencia del euro. Proporcionó cerca de 500.000 millones de euros a 523 bancos por un período de tres años a un tipo del 1 por ciento. El 29 de febrero de 2012 el BCE volvió a subastar, con garantía de activos, otros 500.000 millones de euros a los bancos europeos en las mismas condiciones. En esta ocasión asistieron a la subasta 800 entidades. El propósito del BCE, en estas y en posteriores intervenciones, era que los bancos tuvieran suficiente liquidez como para atender sus vencimientos de deuda de los próximos años y, al mismo tiempo, evitar un *credit crunch* que dejaría sin financiación a la economía real. Parte de esos recursos pueden ser utilizados por los bancos para comprar deuda pública de sus países y así contribuir a aliviar la crisis de la deuda soberana que, por ahora, continúa sin remitir. Combinadas con las medidas de LTRO mencionadas, el BCE generalizó, a partir del verano de 2012, las compras de bonos soberanos.

El programa de compra de deuda soberana había comenzado, de manera esporádica, en 2010, pero no fue hasta este momento cuando se estableció de manera «permanente». Su aplicación permitía la compra de bonos con un vencimiento a uno o tres años en el mercado secundario. La adquisición está limitada a aquellos bonos emitidos por países bajo la supervisión del Mecanismo de Europeo de Estabilidad. Su efecto, como se mencionó en la sección anterior, se dejó notar rápidamente en el mercado a través de la reducción de las primas de riesgo de los países más afectados por la crisis.

En noviembre de 2013 el BCE acordó reducir los tipos de interés desde el 0,5 por ciento al 0,25 por ciento, lo que subraya la intención del Banco Central de facilitar la recuperación económica en los países periféricos a través de dos vías. Una primera es el abaratamiento del crédito. La segunda tiene que ver con la devaluación del euro y el efecto positivo vía sector exterior en las economías europeas. Estos dos balones de oxígeno deberían permitir a las economías periféricas continuar con su proceso de consolidación presupuestaria manteniendo niveles positivos de crecimiento. Estas actuaciones del BCE, unidas al programa de *Quantitative Easing* (QE) aprobado en enero de 2015, marcan un punto de inflexión en la política económica europea.

Desde el punto de vista del BCE, la explosión de los ratios de deuda pública a partir de 2008 es la consecuencia de una crisis de sector privado que, tras acumular un exceso de deuda, comienza a desapalancarse, lo que obliga a los gobiernos a asumir la deuda privada para evitar una espiral deflacionaria. El problema es que dichas emisiones fueron realizadas por países miembros de un área monetaria. Es decir, sin control directo sobre la moneda en la que emiten su propia deuda. Antes de su entrada en el euro, los gobiernos de estos países poseían una garantía última de liquidez en forma de intervención por parte del Banco Central. La ausencia de esta garantía, como ha quedado dicho, favorece el desarrollo y el contagio de crisis de liquidez entre el sector público y el sistema financiero. El impacto de este proceso de contagio en las finanzas públicas, a través de los estabilizadores automáticos, dispara la deuda soberana y dificulta su repago.

La puesta en marcha del programa de QE, así como el resto de medidas aplicadas por el BCE, han reducido la presión sobre los Estados a través de dos canales. Primero, han disminuido la necesidad de establecer políticas de austeridad que redujeran el déficit público, pues los costes de financiación ya se han reducido de manera notable. Segundo, el proceso de contagio entre lo financiero y lo soberano ha quedado relativamente esterilizado. Bajo las actuales condiciones, resulta más complicado que un país en un mal equilibrio arrastre a uno mejor posicionado. El BCE ya está facultado para actuar como garantía de última instancia para todos los países, en caso de considerarlo deseable.

En 2013 el BCE acordó reducir los tipos de interés desde el 0,5 % al 0,25 %, lo que subraya su intención de facilitar la recuperación en los países periféricos

6.4. La posición de Alemania

El liderazgo (*Führung*)³ de Alemania en la crisis de la eurozona y en su superación está completamente alineado con los principios fundamentales del ordo-liberalismo: estabilidad monetaria, política fiscal que persiga el equilibrio presupuestario estructural a largo plazo y mantenimiento del objetivo de competitividad internacional de la economía. Es frecuente encontrar declaraciones de destacados representantes del gobierno alemán que, al referirse al papel desempeñado por Alemania en la orientación de las políticas que debían seguir los países de la eurozona afectados por la crisis, señalen que «la principal motivación de Alemania ha sido contribuir a que los países golpeados por la crisis recuperen su competitividad hasta el punto de ser capaces de competir globalmente y hacer frente a las economías emergentes de la cuenca del Pacífico». La receta ordo-liberal es la que sigue Alemania y es la que recomienda a sus socios de la eurozona, quizá siguiendo la idea de hegemonía de Keohane (1984) de persuadir a los países del área para que compartan su posición y acepten su liderazgo. Pero, ¿cuál es su visión de funcionamiento de los aspectos claves de la economía que aspira que acepten sus socios en la eurozona?

Alemania, que hasta bien avanzados los años noventa del siglo XX era considerado por *The Economist* como el «enfermo de Europa», se convirtió desde entonces y hasta la actualidad en un modelo económico exitoso. ¿Cómo llevó a cabo esa transformación? Como señalan Servaas y Naastepad (2015) la interpretación predominante señala que mediante la puesta en marcha de las medidas contenidas en el *Euro Plus Pact* (adoptado por el Consejo Europeo de marzo de 2011), de clara inspiración ordo-liberal. En primer lugar, la recuperación de la competitividad para mejorar la capacidad exportadora de los países se convierte en el principal objetivo de la política económica. Para ello se requiere la reducción de los costes laborales unitarios (CLU), facilitada mediante una desregulación del mercado de trabajo. En segundo lugar, debe seguirse una política fiscal austera al tiempo que se lleva a cabo una reforma del estado de bienestar para adecuarlo al nuevo contexto fiscal. Se supone, finalmente, una elevada estabilidad de precios, esencial para la estabilidad económica. Esta se garantiza mediante las medidas ya mencionadas y a través de una adecuada política monetaria.

Una amplia variedad de autores de diversas escuelas están de acuerdo con la interpretación predominante sobre el éxito de la economía alemana y han hecho especial hincapié en la desregulación del mercado de trabajo a partir de «las reformas Hartz», iniciadas a principios de los años 2000. En este sentido, Servaas y Naastepad (2015) analizan diversas de esas investigaciones y muestran la existencia de un acuerdo casi unánime en que «las ganancias de competitividad de Alemania, desde la introducción del euro, no se basan en una superioridad de la tecnología sino en una efectiva contención salarial». Especial mención merece su referencia al trabajo de Lipavitsas et al. (2011) en el que se señala que la ganancia de competitividad alemana se debe únicamente a una mayor presión sobre los salarios que la existente en cualquier otro país europeo. Este hecho habría permitido a Alemania obtener un continuo incremento en el saldo positivo de la balanza comercial, frente a diversos países en el mundo, pero también frente a los países del sur de Europa, lo que en su opinión es un caso claro de «beggaring its Mediterranean neighbours».

La contención salarial en Alemania, desde comienzos de los años 2000, y el colapso del *Neuer Markt* en el año 2000 (el equivalente al Nasdaq en los Estados Unidos), determinaron «no sólo

Alemania, que hasta bien avanzados los años noventa del siglo XX era considerado por como el «enfermo de Europa», se ha convertido en un modelo económico exitoso

3 En realidad es más adecuado referirse a la «responsabilidad» de Alemania respecto de Europa, en lugar de al liderazgo (Beck, 2012).

una significativa contracción de la demanda de consumo sino también de la demanda de inversión, y de manera conjunta contribuyeron a reducir significativamente la inflación. [En este contexto] el BCE respondió a los problemas de la economía alemana reduciendo de manera abrupta los tipos de interés para la eurozona como un todo» (Storm y Naastepad, 2014). La caída de actividad en Alemania fue determinante para que sus bancos canalizaran el crédito hacia los países europeos que presentaban grandes demandas del mismo (Irlanda, España, Portugal, Grecia). De esta forma, los bancos alemanes dirigieron hacia Irlanda y España la financiación necesaria para la expansión de las actividades de construcción y consumo y, en los casos de Portugal y Grecia, para la financiación del déficit público y del consumo.

Por eso resulta importante destacar que «debido al estancamiento de la demanda de inversión y de consumo doméstica, los bancos alemanes fueron incapaces de realizar préstamos en el mercado interno y se vieron obligados a volver su mirada hacia prestatarios externos a los que financiaron actividades que no necesariamente tenían carácter productivo» (Storm & Naastepad, 2015, p. 21). Los *booms* de crédito imposibilitan que los países se centren en mantener su posición competitiva puesto que lo normal en ellos es que aumenten los costes laborales unitarios y que aumente la inflación, lo cual se traduce en una apreciación de los tipos de cambio reales y en un deterioro continuo del saldo comercial y de cuenta corriente, como bien ha quedado ilustrado en los epígrafes correspondientes de este trabajo. A partir de ahí los países se convierten en demandantes netos de nueva financiación internacional hasta que se produce una crisis por sobreendeudamiento.

Sin embargo existe una interpretación de la recuperación alemana bien fundada y que no forma parte del principal relato de la ortodoxia. Según demuestran Storm y Naastepad (2015), la recuperación de la economía alemana no se explica por las ventajas derivadas de la contención salarial y de las continuas mejoras en los costes laborales unitarios derivadas de las mismas, sino del mejor comportamiento de las ventajas tecnológicas que le han permitido un destacado avance en la competitividad distinta de la proveniente de los precios. Es indudable que Alemania ha registrado una importante mejora en sus costes laborales unitarios pero esta se explica casi por completo por la mejora de la productividad. A lo largo de la última década la competitividad internacional mostrada por la economía alemana se debe, sobre todo, «al importante desarrollo de sus capacidades tecnológicas que se han traducido en un destacado y continuo aumento de la productividad y a una impresionante mejora de su competitividad no de precios» (Storm & Naastepad, 2015, p. 16).

Desde una perspectiva Keynesiana de los desequilibrios examinados son importantes aquellas propuestas, como la de Paul De Grauwe (2012), encaminadas a facilitar un aumento de los salarios de Alemania para estimular la demanda interna. Se traduciría en un incremento de la demanda de importaciones de los países europeos y se contribuiría, así, al reequilibrio externo de los países de la eurozona. Pero consideramos que resulta imprescindible que cuando se recomienda a los países en crisis de la eurozona que recuperen la competitividad perdida se avance en recomendaciones de política industrial que hagan posible que los países también avancen en conquistar ciertas cotas de competitividad tecnológica determinadas por la innovación.

Como bien señaló Martin Wolf (2010), Alemania no puede ser un modelo para los demás países de la eurozona. Las expansiones del crédito al sector privado y las burbujas de activos (principalmente inmobiliarios como en Irlanda y España) son una imagen en el espejo de la falta de crecimiento doméstico de las economías centrales de la eurozona. Alemania ha podido ser Alemania

A lo largo de la última década la competitividad internacional alemana se debe, sobre todo, al desarrollo de sus capacidades tecnológicas

porque otros países europeos no han sido como Alemania. Si todos los países de la eurozona se hubiesen comportado como Alemania es difícil imaginar cómo funcionaría la eurozona y cómo se articularía externamente con la economía internacional. Quizá haya una forma de «alemanizar Europa»: trasladar una visión del mundo desde su hegemonía que incorpore la competitividad tecnológica y con ella la relevancia que debe adquirir la innovación en nuestras sociedades. Los países de la eurozona aceptarían de mejor grado un liderazgo alemán que fuese más omnicomprendensivo: cierto ordo-liberalismo, con una competitividad de naturaleza tecnológica, que sea más importante que la basada en ventajas de salarios y costes. Con una idea de cómo corregir los desequilibrios internos de la eurozona y sin desconsiderar el estado social conquistado en Europa, compatible con un continuo avance en el proceso de integración. Confiemos en que la política interna le permita a Alemania ejercer esta hegemonía omnicomprendensiva compatible con el avance de la integración que conduzca al territorio del «resurgimiento europeo».

7. Conclusiones

A finales de 2009 y principios de 2010, con la eclosión de la crisis de Grecia y la crisis de deuda soberana, la Gran Recesión cambió de escenario y se trasladó a Europa. Pronto se extendió a Irlanda, Portugal, España y, por último, a Chipre e Italia. La crisis en estos países no es, al contrario de lo que muchas veces se transmite, una crisis provocada únicamente por el excesivo endeudamiento público. Portugal, por ejemplo, registró un elevado endeudamiento privado de empresas y familias durante todo el periodo pre-crisis. De igual manera, Irlanda tenía superávit público, un reducido ratio de deuda pública sobre PIB y, sin embargo, un elevado endeudamiento bancario.

España registraba un elevado endeudamiento privado, superávit público en los años anteriores a la crisis de 2010, y un reducido ratio de deuda pública sobre PIB. Italia sufría, sobre todo, de un elevado ratio de deuda pública sobre PIB, con un déficit que amenazaba con salirse de control y hacer imposible que su deuda pública se situase en una trayectoria sostenible a largo plazo. Todos los países tenían, sin embargo, un desequilibrio común: la pérdida de competitividad reflejada en un continuo deterioro de su balanza por cuenta corriente.

En Grecia y Portugal, el recurso al continuo endeudamiento público, aunque fuese a bajos tipos de interés por estar en el euro, con un deterioro continuo de la competitividad, determinó una creciente fragilidad externa en la balanza por cuenta corriente. Sus economías entraron en una espiral de dependencia financiera externa que acabó en una crisis financiera, como suele suceder en estos casos. En Irlanda y España el elevado endeudamiento privado en los mercados internacionales propició la intensa expansión de las demandas domésticas, las burbujas de activos, un deterioro de la competitividad y la creciente dependencia de la financiación externa.

Cuando eclosionó la crisis se originó un *sudden stop* de los flujos financieros privados, solo compensado por la entrada de flujos públicos de las instituciones de la eurozona. Como consecuencia de ello, se generó una crisis económica y fiscal que afectó profundamente a los sistemas financieros de los países implicados. Es el momento del círculo vicioso entre la deuda soberana y los bancos.

La respuesta a la crisis ha sido doble: en primer lugar se ha apoyado en la austeridad fiscal y, en segundo término, en la puesta en marcha de reformas estructurales para recuperar la competitividad perdida. Será muy difícil aplicar nuevas medidas de ajuste fiscal y de reforma para la recuperación de la competitividad sin que estas vayan acompañadas de un estímulo favorable

El BCE está prestando apoyo a las instituciones financieras de los países en crisis, a través de subastas e intervenciones en ayuda de la colocación de sus deudas soberanas

del exterior en forma de mayor demanda de exportaciones. El Banco Central Europeo está prestando un amplio y continuo apoyo a las instituciones financieras de los países en crisis, a través de subastas e intervenciones en ayuda de la colocación de sus deudas soberanas (actuaciones del tipo *backstop*). Además, el BCE continúa interviniendo en el mercado secundario de deuda pública, a través de sus programas de OMT y de *Quantitative Easing*, lo que ha contribuido a aliviar las primas de riesgo de los países periféricos de la eurozona. Se está consiguiendo así quebrar, paulatinamente, el círculo vicioso. La rebaja de los tipos de interés por parte del BCE (hasta el 0,25 por ciento), efectuada en noviembre de 2013, ha favorecido, también, al cumplimiento de este objetivo.

La crisis del período 2009-2014 ha sacado a la superficie las deficiencias institucionales de la eurozona. La superación de esta crisis no es solo cuestión de ponerse de acuerdo en aspectos técnicos, que son evidentemente imprescindibles, sino que requiere abordar temas de mayor calado. Por ejemplo, avanzar hacia la unión bancaria y la unión fiscal. La ciudadanía y la clase política de los países miembros deben ser conscientes de las implicaciones políticas de una mayor convergencia e integración. No se trata de arreglar las cosas para volver a una situación similar a la de antes de crisis. Eso es imposible. Se trata de que los ciudadanos sepan que la nueva convergencia requiere economías más productivas y más competitivas. Esto lo deben saber también los empresarios, proclives en muchos países en crisis a compensar la baja productividad con subidas de precios, y los políticos, para que gobiernen con responsabilidad y no utilicen el dinero público para el clientelismo.

Es, a la vez, necesaria una mayor integración. Es decir, debe cederse soberanía en materias de regulación y supervisión bancaria, así como en el ámbito fiscal, hasta el punto de garantizar la supervisión previa de los presupuestos antes de su aprobación por los parlamentos nacionales. ¿Son conscientes los ciudadanos de la nueva realidad a la que se enfrentan sus países y están dispuestos a aceptar la convergencia y la integración que se exige? ¿Lo están los banqueros y empresarios? ¿Lo están los sindicatos? ¿Lo están los políticos? Solo la consciencia de la situación y la voluntad política de adecuar la integración a la nueva realidad hará posible la permanencia del euro.

Pisani-Ferry (2012) señala que la unión del euro «precisa hacer lo necesario, pero sólo lo necesario» que se concreta en:

una integración económica más avanzada, que evite la repetición de los fenómenos de divergencia que marcaron el primer decenio de la unión monetaria; un federalismo bancario y financiero para poner fin a la perversa interacción entre fragilidad de los bancos y fragilidad de los Estados; una unión presupuestaria que tome la forma de un nuevo contrato entre Estados basado en principios de solidaridad y responsabilidad; una unión política también para que la integración no desemboque en la consagración del poder tecnocrático; y para todo ello adoptar mecanismo de decisión intergubernamental por mayoría cualificada. (Pisani-Ferry, 2012)

Si se sigue en esta línea se irá dejando atrás el escenario de «avanzando con continuos tropiezos» y se avanzará por el «statu quo plus» hacia el «resurgimiento europeo». De lo contrario será el fin del euro.

Debe cederse soberanía en materias de regulación y supervisión bancaria, así como en el ámbito fiscal, hasta el punto de garantizar la supervisión previa de los presupuestos antes de su aprobación por los parlamentos nacionales

Bibliografía

- Acharya, V. & Schnabl, P. (2010). Do Global Banks Spread Global Imbalances? The Case of Asset-Backed Commercial Paper During the Financial Crisis of 2007-09. *NBER Working Papers 16079*, National Bureau of Economic Research, Inc.
- Arahuetes, A. (2013). Los efectos de la crisis financiera internacional en el Area del Euro: crisis de la deuda soberana, fiscal, del sistema bancario y crisis de competitividad. *Estudios Empresariales*. N° 139. 2012/2.
- Beck, U. (2012). *Una Europa Alemana*. Barcelona: Editorial Paidós.
- Blanchard, O. (2007). Current Account Deficits in Rich Countries. *NBER Working Papers 12925*, National Bureau of Economic Research, Inc.
- Bourgeot, R. (2012). Labour Costs and Crisis Management in the Euro Zone: A Reinterpretation of Divergences in Competitiveness. *Fondation Robert Schuman. European Issues*, 289.
- Chinn, M. & Frieden, J. (2012). The Eurozone in Crisis: Origins and Prospects. *La Follette School of Public Affairs Working Paper Series*, 2012 - 01.
- Chopra, A. (2012, 20 de abril). Ireland. En *Transcripción de la presentación en el Seminario sobre la Crisis del Euro celebrado en el Fondo Monetario Internacional*.
- Consejo Europeo. (2013a). Conclusiones Consejo Europeo Diciembre 2013. *Consejo Europeo*.
- Consejo Europeo. (2013b). Conclusiones Consejo Europeo Octubre 2013. *Consejo Europeo*.
- Darvas, Z. (2012). Intra-euro rebalancing is inevitable, but insufficient. *Bruegel Policy Contribution*, 15.
- De Grauwe, P. (2006). What have we learnt about monetary integration since the Maastricht Treaty? *Working Papers 03-2006*. Macerata University, Department of Studies on Economic Development (DiSSE).
- De Grauwe, P. (2009). *Economics of Monetary Union* (9 ed.). Oxford: Oxford University Press.
- De Grauwe, P. & Ji, Y. (2013). How much fiscal discipline in a monetary union. *Special Conference Papers 21*. Bank of Greece.
- Delbecque, B. (2013). Saving the Euro requires restoring Spain's competitiveness. *VOX, CEPR's Policy Portal*. Recuperado de <http://www.voxeu.org/article/saving-euro-requires-restoring-spain-s-competitiveness>
- Draghi, M. (2012). Remarks from the European Central Bank. *Global Investment Conference in London*.
- Dullien, S. & Ulrike, G. (2012). The Long Shadow of Ordoliberalism: Germany Approach To The Euro Crisis. *European Council on Foreign Relations*, 49.
- Eichengreen, B. (2003). The EMS Crisis in Retrospect. *Capital Flows and Crises*. Massachusetts: Massachusetts Institute of Technology.
- Estrada, A., Galí, J. & López-Salido, D. (2012). Patterns of Convergence and Divergence in the Euro Area. *Barcelona Graduate School of Economics Working Papers*, 722.
- European Commission. (2008). Successes and challenges after 10 years of Economic and Monetary Union. *European Commission*.

- European Commission. (2010a). Memorandum of Understanding on specific economic conditionality Greece. *European Commission*.
- European Commission. (2010b). Memorandum of Understanding on specific economic conditionality Ireland. *European Commission*.
- European Commission. (2011). Memorandum of Understanding on specific economic conditionality Portugal. *European Commission*.
- European Commission. (2012). Memorandum of Understanding on specific economic conditionality Spain. *European Commission*.
- European Commission. (2013). Memorandum of Understanding on specific economic conditionality Cyprus. *European Commission*.
- European Commission. (2014). European Parliament and Council back Commission proposal for a Single Resolution Mechanism: a major step towards completing the banking union. *European Commission*.
- Fernandez-Villaverde, J., Garicano, L. & Santos, T. J. (2013). Political Credit Cycles: The Case of the Euro Zone. *Columbia Business School Working Papers*.
- Florence, J. & Piyaporn, S. (2010). Current Account Imbalances in the Southern Euro Area. *IMF Working Papers 10/139*. International Monetary Fund.
- Giavazzi, F. & Spaventa, L. (2010). Why the current account may matter in a monetary union: Lessons from the financial crisis in the Euro area. *CEPR Discussion Papers 8008*. C.E.P.R. Discussion Papers.
- Gomez Camacho, F. (2005). Extra Europeam nulla salus. *Revista Icade*, 66, 13-29 .
- IE. (2014). *La Unión Bancaria: Un proceso irreversible*. IE Business School: Centro del Sector Financiero PwC.
- Leigh, D., Pescatori, A. & Guajardo, J. (2011). Expansionary Austerity New International Evidence. *IMF Working Papers 11/158*. International Monetary Fund.
- Merler, S. & Pisani-Ferry, J. (2012). Sudden stops in the euro area. *Policy Contributions 718*. Bruegel.
- Munchau, W. (2012, 17 de junio). What happens if Angela Merkel does get her way. *Financial Times*. Recuperado de <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/f4b49846-b575-11e1-ab92-00144feabdc0.html#axzz3rg1AErQJ>
- Mundell, R. (1961). A Theory of Optimal Currency Areas. *American Economic Review*, 51, 657-665.
- Mundell, R. (1973). Uncommon Arguments for Common Currencies. En H. Johnson & A. Swoboda (Eds.), *The Economics of Common Currencies*. London: Allen & Unwin.
- Pisani-Ferry, J. (2012). *El despertar de los demonios. La crisis del Euro y cómo salir de ella*. Barcelona: Antoni Bosch.
- Reinhart, C. M. & Rogoff, K. S. (2008). This Time is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises. *NBER Working Papers 13882*. National Bureau of Economic Research, Inc.
- Rodrik, D. (2012). *La paradoja de la globalización*. Barcelona: Antoni Bosch.

- Stanley, M. (2012). *Euro Area Scenarios: The Good, the Bad and the Ugly*. Morgan Stanley. The Global Macro Analyst.
- Steinberg, F. & Molina, I. (2012). El nuevo gobierno del Euro: Ideas alemanas, intereses divergentes e Instituciones comunes. *Revista de Economía Mundial*, 30.
- Taleb, N. (2008). *El cisne negro*. Barcelona: Editorial Paidós.
- Van Rompuy, G. (2012). Towards a Genuine Economic and Monetary Union. *Report by President of the European Council*. Consejo Europeo.
- Wolf, M. (2012, 26 de junio). Look beyond summits for euro salvation. *Financial Times*. Recuperado de <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/98dc710e-beb9-11e1-8ccd-00144feabdc0.html#axzz3rg1AErQJ>