

# colección de estudios internacionales

número 11, año 2012

bilduma

collection of

nazioarteko ikasketen

international studies

## JAVIER BILBAO

### Crisis económica y gobernanza en la UE: balance crítico y estrategias de salida



ceinik

# Colección de Estudios Internacionales

**Edita:**

Cátedra de Estudios Internacionales/Nazioarteko Ikasketen Katedra

**Consejo Académico:**

Celestino del Arenal Moyúa

José Ramón Bengoetxea Caballero

José Luis de Castro Ruano

Noé Cornago Prieto

Felipe Gómez Isa

Michael Keating

José Antonio Mendizabal Etxabe

**Director Académico:**

Kepa Sodupe Corcuera

**Director de Edición:**

Aingeru Genaut Arratibel

**Secretaría Técnica:**

Juan Luis de la Cruz Ramos

Leire Moure Peñín

Juan José Gutiérrez Cuesta

**Dirección:**

Cátedra de Estudios Internacionales/Nazioarteko Ikasketen Katedra

Universidad del País Vasco/Euskal Herriko Unibertsitatea

Edificio Biblioteca, 5ª planta,

Apdo.1397. C.P. 48080, Bilbao, Bizkaia

**Teléfono:** 0034 946015278

**E-mail:** [ceinik@ehu.es](mailto:ceinik@ehu.es)

**Web:** [www.ehu.es/ceinik](http://www.ehu.es/ceinik)





COLECCIÓN DE  
ESTUDIOS INTERNACIONALES

**JAVIER BILBAO**

---

**Crisi económica y  
gobernanza en la UE:  
balance crítico y  
estrategias de salida**



© Servicio Editorial de la Universidad del País Vasco  
Euskal Herriko Unibertsitateko Argitalpen Zerbitzua

ISSN: 2253-7953

ISBN: 978-84-9860-613-3

## ÍNDICE

Introducción	1
Crisis financiera: origen y magnitud	5
Causas de la crisis	6
Los canales de transmisión de la crisis	7
Actuaciones de respuesta adoptadas por las instituciones de la UE	10
Principios orientadores de la estrategia de salida oficial	11
Secuencia de cumbres y acuerdos de las instituciones comunitarias	12
La racionalidad y objetivos de las principales actuaciones de respuesta adoptadas por la UE	23
Valoración de las medidas y propuestas alternativas al esquema de intervención actual	30
Medidas alternativas que deberían considerarse urgentes	31
Medidas más radicales que podrían resultar arriesgadas o contraproducentes	39
Conclusiones	42
Bibliografía	45



JAVIER BILBAO

# Crisis económica y gobernanza en la UE: balance crítico y estrategias de salida

## 1. Introducción

La crisis mundial (primero financiera y luego económica) ha supuesto un desafío sin precedentes para la arquitectura institucional de la Unión económica y monetaria (UEM). Por primera vez se afrontaba en Europa una crisis económica grave, que requería de una respuesta supranacional tanto por los avances registrados en el proceso de integración —que implicaron la desaparición de instrumentos típicos de intervención económica nacional por la comunitarización de algunas políticas— como por el alcance de algunos de los desequilibrios (irresolubles considerando sólo los recursos de los Estados implicados).

Ya desde el proceso de su gestación, numerosos economistas<sup>1</sup> alertaron sobre las deficiencias estructurales en el diseño de la *zona del euro* que limitaron su capacidad, primero, para prevenir y, segundo, para atajar episodios de crisis como el actual. Una UEM entre países con estructuras económicas tan diversas y que no constituían una “zona monetaria ópti-

---

<sup>1</sup> “European Monetary Union remains fragile because of a flaw in its governance” (De Grauwe, 2006: 728). Véase también: Estudios y análisis económico de La Caixa (2011) y Gual (2011).

ma”<sup>2</sup> requería, si no un mayor poder político común (con un gobierno europeo con suficiente poder de imposición y gasto, es decir, dotado de un presupuesto compensatorio, como el Gobierno federal de los EE.UU, que pudo intervenir, por ejemplo, en la crisis de la burbuja inmobiliaria de Nevada), al menos una coordinación reforzada en el resto de los ámbitos de la política económica. La racionalidad de este requerimiento era clara: ante crisis asimétricas, los países de la Eurozona carecen ahora de herramientas convencionales de la política económica nacional para afrontarlas (como la manipulación del tipo de cambio o del tipo de interés, o la intervención del banco central como instancia de último recurso<sup>3</sup>), y tampoco pueden esperar unas sustanciosas transferencias desde el Presupuesto común. La actual crisis europea respondería a un perfil similar al del “shock asimétrico”, al tratarse de un “shock simétrico con implicaciones asimétricas” (DG de asuntos económicos y financieras de la Comisión Europea, 2009: 27-30).

Dadas las restricciones derivadas del principio de subsidiariedad, se diseñaron distintos mecanismos e instrumentos destinados a mitigar las carencias institucionales de la Eurozona, con el objeto de coordinar y supervisar multilateralmente las políticas macroeconómicas, fiscales, y de regulación y supervisión financiera, que permanecían en manos de los Gobiernos nacionales (Caballero, García y Gordo, 2011). Estos instrumentos que se desarrollan con el *Método Abierto de Coordinación* (MAC),

---

<sup>2</sup> El diseño óptimo habría exigido uno de estos tres recursos: una gran movilidad del factor trabajo; una mayor flexibilidad de precios y salarios (posibilidad de *devaluación interna*); o, en ausencia de ambos, un grado de integración fiscal que permitiera suplir, al menos parcialmente, al tipo de cambio como mecanismo de ajuste ante un *shock* externo que afectara asimétricamente a distintos miembros de la Unión. Ninguna de estas tres condiciones, sin embargo, se da en la UEM: los dispositivos destinados a mitigar dichas carencias en lo relativo a prevenir desequilibrios dentro del espacio europeo, establecidos básicamente en el *Pacto para la Estabilidad y el Crecimiento*, no funcionaron (Noguer, 2011: 24).

<sup>3</sup> Al fin y al cabo, a estos efectos, es como si los países de la Eurozona se endeudaran en moneda extranjera (De Grauwe, 2011).

*Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC)*<sup>4</sup>, *Orientaciones Generales de Política Económica (OGPE)*<sup>5</sup>, *Directrices de empleo y Planes nacionales de acción para el empleo* en el marco de la Estrategia Europea de Empleo (EEE)<sup>6</sup> no han funcionado eficazmente y, además, se ha padecido la ausencia de previsión normativa de mecanismos formales para solventar crisis como las experimentadas por Grecia, Portugal e Irlanda.

Las primeras medidas de respuesta a la crisis que fueron adoptadas a nivel mundial se caracterizaron por su inspiración keynesiana (inyección de liquidez por parte de los bancos centrales, paquetes de estímulos fiscales, recapitalización de las entidades financieras y mejora de la supervisión), para evitar el lamentable sesgo pro-cíclico de las recetas aplicadas en la Gran depresión. Sin embargo, los problemas de deuda soberana planteados a raíz del estallido de la crisis griega en abril de 2010<sup>7</sup> convirtieron los abultados déficits públicos de algunos países de la UE en una fuente de turbulencias financieras, motivando un cambio en la *estrategia de salida* (Rodríguez Ortiz, 2011).

La presión de los mercados financieros ha sido tan intensa que incluso ha afectado negativamente al mecanismo de transmisión de la política monetaria (cuando decidía el Banco Central Europeo (BCE) una rebaja de

---

<sup>4</sup> Creado por la *Resolución del Consejo Europeo sobre el Pacto de estabilidad y crecimiento*, *Diario Oficial de la Unión Europea* C 236 de 2 de agosto de 1997, aunque el Consejo Europeo (CE) de noviembre de 2003 acordó "suspender" la aplicación del *Protocolo de Déficit Excesivo*, y la gestión fue relajada por Acuerdo del Consejo Europeo de Bruselas de 22 y 23 de marzo de 2005. En octubre de 2010 se adoptan nuevas medidas para restablecer las características iniciales del PEC que habían sido diluidas por las reformas posteriores (Vid. Escolano, 2011).

<sup>5</sup> Recomendaciones del Consejo en base a los arts.121.2 y 136 del Tratado de Funcionamiento de la UE (TFUE).

<sup>6</sup> Mecanismos diseñados en el CE de Lisboa de 2000.

<sup>7</sup> El día 23 de abril de 2010 el gobierno griego pide formalmente un plan de rescate a la UE, aunque la rebaja de la calificación de su deuda se había venido produciendo abruptamente desde diciembre de 2009.

los tipos de referencia, no reaccionaba en el mismo sentido el tipo de interés interbancario), habiéndose registrado en algunos momentos y mercados financieros unas curvas de tipos invertidas<sup>8</sup>. Estas y otras imperfecciones de mercado serían la excusa de la nueva orientación de las intervenciones del BCE a partir de mayo de 2010 (reducción de tipos, compra de bonos en el mercado secundario, barra de liquidez a 3 años), que se corresponde más con el sentido de las políticas practicadas durante esta crisis por la Reserva Federal y el Banco de Inglaterra (*quantitative easing*<sup>9</sup> realizados en EE. UU. y Reino Unido en el primer trimestre de 2009; y de nuevo en EE. UU. en marzo de 2011 y Reino Unido en enero de 2012).

Puede resultar paradójica esta fuerte presión de los mercados, porque la crisis económica (erosionando la creencia en el fin de los ciclos económicos, en la eficiencia natural de los mercados y su capacidad de autorregulación, y en el comportamiento ultrarracional de los agentes) parecía favorecer, según algunos autores, la recuperación de la “autonomía de la política” que había perdido grados de libertad en la etapa de la globalización financiera (Arias y Costas, 2011). Además, las exigencias de las instancias comunitarias (o de la *troika*) a los Estados miembros parecen inter-

---

<sup>8</sup> Este patrón de curva casi invertida (los tipos a corto plazo son superiores a los de largo) refleja el grado de desconfianza existente en el mercado respecto de un país emisor. El tipo a corto plazo sube dramáticamente porque el riesgo de impago, en realidad, se produce en los plazos más cortos.

<sup>9</sup> Se denomina así a la creación monetaria decidida por un Banco central mediante la compra masiva de activos financieros, con lo que se inyecta liquidez a la economía, se baja el precio de los bonos y se expande el balance del Banco central. Sobre su adecuación como herramienta de política monetaria en caso de “trampa de la liquidez” podemos citar a Brevinge: “If the nominal interest rate is at or very near zero, the Central Bank cannot lower it further. Such a situation, called a *liquidity trap* can occur, for example, during deflation or when inflation is very low. In such a situation, the central bank may perform *quantitative easing* by purchasing a pre-determined amount of bonds or other assets from financial institutions without reference to the interest rate. The goal of this policy is to increase the money supply rather than to decrease the interest rate, which cannot be decreased further. This is often considered a ‘last resort’ to stimulate the economy” (Vid. Brevinge, 2009).

ferir en el proceso democrático de toma de decisiones y en la negociación colectiva (afectando a salarios y condiciones ya pactadas) de algunos países.

Todos estos fenómenos y condicionantes hacen mucho más complejo el escenario de la crisis en el contexto europeo. Este trabajo se centrará en la respuesta comunitaria a la crisis, al margen de las medidas adoptadas por las administraciones de cada Estado en el ejercicio soberano de sus competencias no cedidas a Bruselas<sup>10</sup>. Pero el objeto de este trabajo no es sólo describir los fenómenos acaecidos, sino tratar de explicar los comportamientos y la racionalidad económica de los actores, interpretar las decisiones y facilitar — con toda modestia— algunas recomendaciones. El resto del trabajo se estructura como sigue; en la sección segunda sintetizamos brevemente el origen de la crisis y los canales de transmisión a la UE; en la sección tercera analizamos la respuesta dada desde las autoridades comunitarias a la crisis; en la sección cuarta planteamos algunas medidas alternativas que no han sido aún experimentadas; por fin, la sección quinta reúne algunas conclusiones.

## 2. Crisis financiera: origen y magnitud

La actual crisis presenta tal grado de complejidad, intensidad y generalización que sólo es comparable con la Gran depresión (crisis del 29) o las crisis llamadas del petróleo (años 70). Algunos autores llegan a interpretar que se trata, como en dichos casos, de una crisis sistémica cuya estrategia de salida requerirá de una seria reestructuración económica que determinará el nacimiento de una nueva forma de gestión de la economía de mercado (Koch, 2009).

---

<sup>10</sup> Por ejemplo, entre 2008 y 2010, en Europa los Estados se han visto obligados a reestructurar o liquidar hasta 37 entidades financieras en 14 países. Además, los Estados europeos han destinado 1,1 billones de euros a avalar las emisiones de deuda de las entidades y otros 0,5 billones de euros a recapitalizarlas y otros apoyos (Vid. Miallet, 2012: 20).

## 2.1. Causas de la crisis

**E**n origen se trató de una crisis financiera surgida en los Estados Unidos, como consecuencia de la combinación fatal de los siguientes factores:

- Una política monetaria laxa (tipos de interés monótonamente bajos) en un contexto de baja inflación propiciada por favorables condiciones por el lado de la oferta (incrementos de productividad, industrialización de los BRICS, etc.).
- Una extraordinaria afluencia de capitales desde los países emergentes (principalmente China —que ahorra un 50% de su PIB— y los países exportadores de petróleo y otras materias primas) en gran parte explicable por los fuertes desequilibrios comerciales en la Economía mundial.
- Unas desconocidas facilidades crediticias (que favorecieron un excesivo apalancamiento o sobreendeudamiento, fenómeno que se encuentra detrás de muchas crisis, como ya nos señalaba Fisher (1932) hace 80 años). Este sobreendeudamiento de empresas y familias generó desequilibrios entre los países ahorradores netos y los desahorradores netos que facilitaron la transmisión de la crisis (Eichengreen, 2008).
- Una escasa supervisión sobre las entidades por la paulatina desregulación de los mercados financieros, alentada por la creencia en la eficacia de la autorregulación (Novales, 2010). El nuevo perímetro de supervisión permitía la actividad conjunta de banca de inversión y banca comercial (por ejemplo, en Estados Unidos se autoriza a partir de la derogación de la *Glass-Steagall Act* el 12 de noviembre de 1999).
- La sofisticación de los instrumentos financieros y su globalización comportan un aumento de la complejidad de los mercados financie-

ros, lo cual supone una fuente de riesgo para la estabilidad financiera (Minsk, 1991 y 2008).

- La creación e intercambio internacional (usualmente en mercados *Over the Counter*) de nuevos activos, algunos dotados de gran opacidad, hace depender su valor de puntuaciones otorgadas por unas agencias de *rating* (por cierto, afectadas por conflictos de intereses) que no han calificado adecuadamente los riesgos.
- Las prácticas de riesgo llevadas a cabo por parte de muchos operadores (sobre todo los *hedge funds* y la banca de inversión), al reducirse significativamente los ingresos procedentes de las tradicionales actividades de intermediación bancaria. Estas prácticas estuvieron avaladas frecuentemente por modelos matemáticos estimados con datos históricos de periodos caracterizados por una menor volatilidad y complejidad.
- El crecimiento desorbitado del precio de algunos activos (por ejemplo, inmobiliarios) que dio lugar a grandes burbujas en algunos países (Estados Unidos, Irlanda o España) (Furio y Alonso, 2009).

Una vez desatada la crisis financiera con la elevación de los tipos de interés en los Estados Unidos, y los primeros impagos de hipotecas-basura, se contagia al resto del mundo gracias a la globalización financiera y a la disponibilidad de nuevos productos estructurados. Los efectos son singulares en aquellos países con especial apalancamiento financiero, burbujas de activos y desequilibrios exteriores.

## 2.2. Los canales de transmisión de la crisis

**T**ratamos de sintetizar el proceso por el que una crisis financiera surgió en los EE. UU. acaba provocando una fuerte recesión en los países europeos, con dramáticas pérdidas de empleo y bienestar en algunos casos.

Ésta habría sido la secuencia de los hechos:

1. Los primeros síntomas aparecen cuando en marzo de 2007 algunas entidades hipotecarias norteamericanas anuncian unas enormes pérdidas (Eichengreen, 2008). La posterior subida de tipo de interés en los Estados Unidos, para combatir el repunte de la inflación, agrava los impagos en los créditos hipotecarios de alto riesgo (julio de 2007). La elevación de las tasas de morosidad y el desplome de los precios de la vivienda en Estados Unidos precipitaron la crisis porque el pinchazo de la burbuja generó importantes pérdidas bancarias, dando lugar a una situación en la que las instituciones financieras se encontraron con demasiada deuda y poco capital. Entonces se vieron obligadas a vender parte de sus títulos (la falta de liquidez les impedía solicitar nuevos préstamos a otros bancos), lo que deprimió aún más los precios y generó nuevas pérdidas, además de dejar sin crédito al sector productivo. Este círculo vicioso de “desapalancamiento” y descapitalización fue, a la vez, imparable y global (Crespo y Steinberg, 2009).
2. Las hipotecas estaban titulizadas e integraban productos financieros estructurados, que, pese a disponer de la mejor calificación de las agencia de rating, acabaron siendo activos tóxicos.
3. El problema acaba afectando a los balances de los bancos de todo el mundo, por la globalización financiera (algunos quiebran<sup>11</sup> y otros necesitan recapitalizarse), y se extiende la desconfianza en el mercado interbancario como consecuencia de un menor apetito de riesgo de los banqueros (Honohan, 2008).
4. Se produce una contracción del crédito (*credit crunch*) provocada por la falta de liquidez debida a la incertidumbre sobre el valor de productos sofisticados que fueron diseñados inicialmente para diver-

---

<sup>11</sup> El 15 de septiembre de 2008 quiebra el banco de inversiones *Lehman Brothers*.

sificar el riesgo (Dungey, 2008: 41). Esta contracción afectó negativamente a las decisiones de gasto de los agentes privados.

5. La caída de la demanda traslada a la economía real las tensiones de la economía financiera: se reduce la producción y se pierden muchos empleos.

6. La pérdida de masa salarial provoca una contracción inducida del gasto, que se suma al efecto-pobreza (caída del gasto derivada de la destrucción de riqueza, financiera y no financiera, por la pérdida de valor de los activos, mayor al pincharse las burbujas), al deterioro de las expectativas, y a las consecuencias de la reducción del comercio mundial, completándose el círculo vicioso típico de una recesión (primer trimestre de 2009).

7. Para complicar más la situación, estalla la crisis de deuda soberana en Grecia cuando el nuevo gobierno socialista reveló (noviembre y diciembre de 2009) que las cuentas públicas de ese país habían sido maquilladas por el anterior gobierno, de forma que el déficit esperado se situaba realmente por encima del 12% sobre el PIB, y la deuda pública por encima del 115% del PIB (la exposición de la banca europea alcanzaba ya los 82.000 millones de euros).

8. A principios de 2010 es ya evidente que la acumulación de unos niveles excesivos de deuda pública y privada daría lugar a procesos drásticos de reevaluación del riesgo que terminarán por restringir adicionalmente la capacidad de los agentes económicos (gobiernos incluidos) para financiarse en los mercados a tipos de interés razonables. Esta situación, unida a unas perspectivas de crecimiento poco halagüeñas, llevó a los mercados a reexaminar la sostenibilidad fiscal de varios países del euro, que hasta ese momento parecían solventes. Las circunstancias eran propicias para los especuladores financieros, que, conscientes de la debilidad de Grecia, se lanzaron en masa a apostar contra la deuda de ese país (Begg, 2011). Los *spreads*, o diferenciales

de intereses, de los bonos griegos respecto a los alemanes, comenzaron a dispararse, deteriorando así aún más sus cuentas públicas.

Desde 1997 y hasta enero de 2008 todas las primas de riesgo-país habían permanecido por debajo de los 40 puntos básicos (sólo un 0,4% de diferencial de interés respecto al bono alemán a 10 años), pero a partir de entonces se evidencia la progresiva y rápida segmentación de los mercados financieros de la Eurozona (Escolano, 2011). El aumento de los *spreads* se extendió a otros países periféricos, aunque en menor medida que en el caso griego, reflejando la vulnerabilidad también de estos países ante ataques especulativos. En ese momento el riesgo de una extensión de la crisis más allá de Grecia se hizo presente. La lentitud y discrepancias surgidas entre los líderes de la Eurozona para tomar medidas y asistir a Grecia no hicieron sino empeorar las cosas: sobrevino la crisis de deuda soberana en varios países periféricos.

9. En la primavera de 2010, las medidas anti-crisis adoptadas por los países más afectados por la crisis de deuda soberana de la UE (como España), orientadas a la contención del gasto público, acaban con las perspectivas de pronta recuperación. La caída del gasto en estos países empeora las expectativas de los ahorradores y eleva la prima de riesgo-país, lo que encarece la financiación de las economías.

10. Previsiblemente, en el primer trimestre de 2012, la UE vuelva a estar mayoritariamente en recesión.

### 3. Actuaciones de respuesta adoptadas por las instituciones de la UE

**D**e acuerdo con la orientación y objetivos prioritarios de las intervenciones podemos diferenciar al menos cuatro etapas en las respuestas adoptadas por las instituciones comunitarias desde el comienzo de la crisis:

1. Octubre de 2007-Noviembre de 2008: Las actuaciones se orientan al mantenimiento de la estabilidad y buen funcionamiento del sistema financiero y a la mejora o refuerzo de la supervisión. El apoyo al sistema financiero se plasma en la eliminación de forma temporal, por parte del BCE, de las subastas, de manera que, al tipo de interés de intervención, satisfacía toda la liquidez solicitada por los bancos (Serrano y Navarro, 2009).
2. Diciembre de 2008-Diciembre de 2009: Se adoptaron medidas de estímulo de la economía, es decir, una respuesta macro contra-cíclica, a través de un ambicioso conjunto de actuaciones presupuestarias y estructurales dirigidas a apoyar la economía real.
3. Enero de 2010-Mayo de 2010: en cuanto surgen las primeras alarmas en los mercados de deuda soberana, cambió la orientación de la intervención comunitaria; se defiende ahora la retirada progresiva de las medidas extraordinarias de apoyo (financiero y presupuestario) y el impulso de las reformas estructurales.
4. Mayo de 2010-Marzo de 2012: Se acuerdan los Planes de rescate a los países con dificultades (crisis de deuda soberana) y se suceden las intervenciones proactivas del BCE, a la vez que se crean mecanismos de estabilidad financiera, se insiste en la disciplina fiscal y las reformas estructurales, y se plantea la mejora de la gobernanza y la culminación de los nuevos esquemas de supervisión financiera.

### **3.1. Principios orientadores de la estrategia de salida oficial**

**L**a estrategia oficial de salida de la crisis en la UE estaría basada en tres puntos reflejados en las Conclusiones del Consejo Europeo (CE) de marzo de 2011:

1. Los requisitos previos para el crecimiento y el empleo son restau-

rar la estabilidad macroeconómica y volver a situar las finanzas públicas en una senda sostenible.

2. Las reformas estructurales son esenciales para lograr una recuperación sólida y sostenible y preservar la viabilidad de nuestros modelos sociales.

3. La UE necesita mejorar la “gobernanza”: una coordinación más eficaz de las políticas económicas (supervisión y vigilancia).

Estos principios, ante el agravamiento de la situación económica experimentado a finales de 2011, han sido desarrollados en el CE de marzo de 2012, que señala las cinco prioridades de actuación, a nivel de la UE y de los Estados miembros, previstas por la Comisión en su *Estudio Prospectivo Anual sobre el Crecimiento* en el marco de la Estrategia Europa 2020:

- proseguir un saneamiento presupuestario diferenciado, favorecedor del crecimiento;
- restaurar la normalidad en el crédito a la economía;
- promover el crecimiento y la competitividad;
- atajar el desempleo y las consecuencias sociales de la crisis;
- modernizar la administración pública.

### 3.2. Secuencia de cumbres y acuerdos de las instituciones comunitarias

**D**estacamos a continuación, por orden cronológico, los principales acuerdos adoptados por las distintas instituciones comunitarias en respuesta a la crisis económica actual:

**ECOFIN de 7 de octubre de 2007:** Aprueba una *hoja de ruta* inicial orientada a la mejora del funcionamiento de los mercados y de la supervisión financiera, con los siguientes contenidos: apoyo a las instituciones

financieras sistémicas, intervenciones nacionales pero coordinadas y basadas en principios comunes, y mejora de la protección de los depósitos bancarios (elevación de la garantía de los depósitos).

**CE de 15/16 de octubre de 2008:** Avala la estrategia coordinada de la Unión basada en dos grandes elementos: en primer lugar, en políticas macroeconómicas y estructurales que favorezcan un crecimiento sostenible y contribuyan a reducir la inflación, y, en segundo lugar, en medidas destinadas a restablecer la confianza en los mercados financieros y garantizar una financiación adecuada de la actividad económica.

**CE de 11/12 de diciembre de 2008:** En consonancia con la reunión previa del G-20 (Cumbre de Washington del 15-11-2008), que había aprobado por unanimidad en su punto tercero “Usar medidas fiscales para estimular de forma rápida la demanda interna”, el Consejo aprueba el *Plan europeo de recuperación económica*, que pretende ofrecer una respuesta coordinada a la crisis económica. Su objetivo es evitar una profunda recesión económica, mediante el impulso de reformas estructurales acompañadas de acciones presupuestarias coordinadas, a través de un énfasis especial en la inversión *verde* y en la innovación. Se trata de una respuesta macro contra-cíclica, a través de un ambicioso conjunto de actuaciones dirigidas al apoyo de la economía real. Se trataría de proporcionar de forma inmediata una inyección fiscal de 200.000 millones de euros (equivalente al 1,5% del PIB de la UE), para impulsar la demanda<sup>12</sup>. El plan deja claro que el estímulo presupuestario deberá ser temporal, definido en el tiempo, orientado y coordinado, y deberá mezclar instrumentos de ingresos y gastos e ir acom-

---

12 Este impulso se compone de una expansión de los presupuestos nacionales de 170.000 millones (equivalente al 1,2 por 100 del PIB de la UE) y de una financiación europea para acciones inmediatas de cerca de 30.000 millones (0,3 por 100 de dicho PIB).

pañado de reformas estructurales de apoyo a la demanda, al empleo y al funcionamiento de los mercados. En este marco, se hace referencia expresa a la posibilidad de que los Estados miembros se vean obligados a superar el valor de referencia del 3% de déficit público en 2009 y 2010, debido a las circunstancias extraordinarias.

En la cumbre también se acordaba la necesidad de modificar la reglamentación del Fondo Europeo de Adaptación a la Globalización (FEAG) para que pueda reaccionar más eficazmente en apoyo de los trabajadores que pierden sus puestos de trabajo como resultado de la globalización. El 6 de mayo de 2009 se aprobaba dicha modificación.

**CE de 19/20 de marzo de 2009:** Señala la necesidad de restablecer la confianza y el buen funcionamiento en los mercados financieros, con el compromiso futuro de mejorar la supervisión y estimular la recapitalización de los bancos. Se valora positivamente la puesta en marcha del Plan europeo de recuperación.

**CE de 18/19 de junio de 2009:** Aprueba el refuerzo del marco de supervisión financiera, que se concretara en el CE de octubre de 2009 con 2 propuestas.

**CE de 25/26 de marzo de 2010:** Se constata ya el cambio de prioridades en la estrategia de salida de la crisis comunitaria: se acuerda la progresiva retirada de las medidas de apoyo al sistema financiero y se impulsan las reformas estructurales.

**ECOFIN de 2 de mayo de 2010:** Los ministros de Finanzas de la Eurozona (*Eurogrupo*) aprobaron una línea de crédito de 110.000 millones de euros para ayudar a Grecia durante tres años, 80.000 millones aportados

por la UE y 30.000 millones por el FMI. Sin embargo, todavía quedaba pendiente la aprobación individual por cada uno de los gobiernos implicados.

**Consejo de Gobierno del BCE a lo largo de mayo de 2010:** El BCE comienza a adquirir bonos de Grecia, Irlanda y Portugal en el mercado secundario, a raíz de la creación del “Programa de Mercado de Valores” o “Securities Markets Program” (Banco Central Europeo, 2010), por el que se comprometía a adquirir en firme valores, públicos o privados, si ello resultaba necesario para evitar el colapso de ciertos segmentos de los mercados de deuda. El argumento era que ello imposibilitaría la transmisión de las señales de política monetaria.

Aunque el BCE insistió en que esas adquisiciones se harían siempre en los mercados secundarios (para evitar el espectro de la monetización directa de los déficits) y que, en todo caso, serían completamente “esterilizadas” (mediante intervenciones de signo contrario en otros mercados) para evitar un crecimiento descontrolado de la base monetaria, la ruptura con la filosofía y las prácticas ortodoxas tradicionales del BCE fue evidente. Hasta la fecha (marzo de 2012) se habrían empleado en estas compras unos 218.000 millones de euros, aunque ya estaba disminuyendo acusadamente el ritmo de las compras.

**ECOFIN de 7/9 de mayo de 2010:** Se aprueban las aportaciones nacionales al rescate de Grecia (a España le correspondieron 9.792 millones de euros, el 12,24% del total). Se crea un complejo *Mecanismo europeo de estabilización*, de hasta 750.000 millones de euros (invocando el artículo 122 del Tratado de la Unión, que prevé la posibilidad de asistencia financiera a un país miembro “en circunstancias extraordinarias fuera del control de los Estados miembros”), formado por tres instrumentos:

- Un denominado “Mecanismo de Estabilización Europeo” (ESM,

en sus siglas inglesas) de 60.000 millones de euros, financiado íntegramente por la Comisión Europea contra su presupuesto ordinario.

- El “Fondo Europeo de Estabilización Financiera” (EFSF), que es esencialmente un vehículo financiero intergubernamental, vigente durante tres años, registrado en Luxemburgo y financiado por los dieciséis Estados miembros de la Eurozona también en proporción a su cuota de capital en el BCE. Este vehículo deberá financiarse en el mercado de capitales mediante emisiones de deuda<sup>13</sup>. Para asegurar el máximo rating AAA, el Fondo debe constituir una reserva mínima en efectivo y, en su caso, “reforzar” las garantías de cada Estado miembro “sobrecolateralizando” sus aportaciones. La capacidad efectiva de préstamo del EFSF es menor de los 440.000 millones de euros anunciados; de hecho, se limita aproximadamente a unos 250.000.
- Por último, otros 250.000 millones de euros procederían del FMI.

**CE de 17 de junio de 2010:** Asienta las bases para una reforma de las reglas y funcionamiento de la UEM, que permitirán avanzar hacia una mayor coordinación de políticas y hacia un reforzamiento del gobierno económico del euro: el aumento de la vigilancia de las cuentas nacionales, así como la necesidad de establecer un marco de prevención y supervisión de potenciales desequilibrios internos dentro de la Eurozona que puedan generar riesgos sistémicos.

**CE de 16 de septiembre de 2010:** Se aprueba el Nuevo Marco Europeo de Supervisión Financiera, aprobado por el CE 6 de septiembre (y el 22 del mismo mes por el Parlamento), inspirado en *Informe Larosière*, y que crea dos entidades: el Consejo Europeo de Riesgo Sistémico y el Sistema Europeo de Supervisores Financieros.

**ECOFIN de 4 de octubre de 2010:** Aprueba de manera oficial un conjunto de medidas, conocido como “six pack” —cinco reglamentos (de aplicación inmediata) y una directiva (ley-marco)—, para reforzar la gobernanza económica, en especial en dos sentidos: la corrección de los niveles crecientes de déficit y deuda, y la corrección de desequilibrios macroeconómicos (en ambos casos se prevén las fases preventiva y coercitiva con posibles multas).

**ECOFIN de 19 de octubre de 2010:** Se plantea la posibilidad de regular la “banca en la sombra” en la UE. Además y tras las muchas críticas recibidas, el ECOFIN propuso extender la vida de los mecanismos de estabilización por encima de los tres años inicialmente previstos, haciéndolos permanentes en la forma de un llamado “Mecanismo de Estabilidad Europeo” (MEDE), que continuaría a partir de 2013 los principales rasgos de los fondos anteriormente mencionados con un “foco más acentuado en la sostenibilidad de la deuda”. La declaración del Eurogrupo de 28 de noviembre de 2010 confirma esta propuesta.

**CE de 28/29 de octubre de 2010:** Refrenda el informe del Grupo Especial sobre Gobernanza Económica. Su aplicación supondrá un gran paso hacia el fortalecimiento del pilar económico de la UEM: aumentará la disciplina presupuestaria, ampliará la vigilancia económica e intensificará la coordinación.

**ECOFIN de 28 de noviembre de 2010:** Se aprueba el Plan de rescate de 85.000 millones de euros a Irlanda, que se distribuirán de la siguiente forma: 10.000 millones para la inmediata recapitalización de los bancos; 25.000 millones para posibles contingencias en el apoyo de sector bancario; y los 50.000 millones restantes se destinarán a solventar las necesidades de financiación presupuestaria.

El total de ayuda exterior —67.500 millones de euros, el resto lo pondrá Irlanda— procederá en dos terceras partes de Europa (45.000) y una tercera parte (22.500) del Fondo Monetario Internacional. La aportación europea procede de varias fuentes: 22.500 millones en forma de avales concedidos por el ESM, 17.700 millones aportados por el EFSF (que garantizan los países del euro), y préstamos bilaterales de Reino Unido (3.800 millones), Suecia (600) y Dinamarca (400). España avalará por un valor total de 2.600 millones, un compromiso muy inferior al acordado con Grecia, cuando la ayuda consistió en un préstamo bilateral de 9.794 millones de euros.

Los préstamos se concederán por un plazo de siete años y medio, y el tipo de interés se situará en torno al 5,8%, algo superior al de Grecia, que fue del 5,2%. Irlanda logrará así financiar sus necesidades a un coste muy inferior al que encontraba en los mercados donde debía pagar tipos superiores al 9%.

**CE de 16/17 de diciembre de 2010:** El Consejo conviene que debe modificarse el Tratado para que los Estados miembros de la zona del euro establezcan un mecanismo permanente para salvaguardar la estabilidad financiera de la zona del euro en su conjunto: el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE). Este mecanismo sustituirá al ESM y al EFSF que seguirán en vigor hasta junio de 2013. Puesto que este mecanismo deberá salvaguardar la estabilidad financiera de la zona del euro en su conjunto, el Consejo Europeo ha convenido en que el artículo 122, apartado 2, del TFUE no será ya necesario a tal efecto.

**Los nuevos supervisores se constituyen el 1 de enero de 2011:** Empiezan a operar tres nuevas autoridades europeas de supervisión (Autoridad Bancaria Europea, Autoridad Europea de Valores y Mercados, y

Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación) para evitar la acumulación de riesgos que pongan en peligro la estabilidad del sistema financiero general, y surge otra (Junta Europea de Riesgo Sistémico) que sustituye a los anteriores comités de supervisión. El Parlamento Europeo designó, el 3 de febrero de 2011, a los directores de las tres nuevas autoridades supervisoras.

**CE de 24/5 de marzo de 2011:** Se aprueba el Pacto por el Euro Plus (refuerzo de la coordinación de la política económica en favor de la competitividad y la convergencia) y se confirma la creación del MEDE —ya acordada por la cumbre de la Eurozona del 11 de marzo— dotado con una cuantía inicial de 700.000 millones de euros, aportados por los países según criterios de proporcionalidad de población y capacidad económica (a España le corresponderían unos 83.000 millones de euros).

**ECOFIN de 16 de mayo de 2011:** Aprueba definitivamente el Plan de rescate a Portugal, un paquete de 78.000 millones de euros de préstamos —dos tercios de la UE y un tercio del FMI— a cambio de un durísimo plan de ajuste.

**Reunión al máximo nivel del Eurogrupo de 21 de julio de 2011:** Los dirigentes de la Eurozona aprobaron un segundo plan de ayuda a Grecia de casi 160.000 millones de euros, que contará con una participación sustancial de bancos y otros acreedores privados del país en unos momentos en los que se encuentra al borde de la quiebra. El Plan se concretará y confirmará (si se cumplen las condiciones impuestas) más adelante.

**Cumbre del euro de 23/6 de octubre de 2011:** Los jefes de Estado y Gobierno de la Eurozona acordaron una nueva “hoja de ruta” para solucionar la crisis de deuda en la UE que contempla 3 puntos esenciales:

1. Una quita de la deuda griega del 50% (en total, la ayuda al proble-

ma de la deuda griega alcanzaría los 239.000 millones de euros).

2. Un programa de recapitalización para el sistema bancario europeo<sup>14</sup>.

3. La ampliación del Mecanismo de Estabilización hasta el billón de euros.

**CE de 9 de diciembre de 2011:** Se adoptan acuerdos en 2 dimensiones:

1. Fortalecer la disciplina fiscal: Se aprueba la redacción de un acuerdo internacional entre la mayor parte de países de la UE (el Reino Unido se desvinculó del mismo) por el que se establece una estricta vigilancia de la política presupuestaria de los Estados sobre estas bases:

- se aprueba constitucionalizar la llamada *regla de oro*: el déficit presupuestario estructural —sin contar intereses— no podrá exceder del 0,5% del PIB, y el déficit máximo convencional del 3% sobre PIB, como hasta ahora;
- cada Estado deberá incorporar a su legislación un mecanismo automático de reequilibrio presupuestario en el caso de que se superen los máximos déficits citados anteriormente;
- el Estado cuya deuda supere el 60% de su PIB deberá obligatoriamente presentar un plan de reducción del endeudamiento (las sanciones por incumplimientos serán automáticas para los países que

---

<sup>14</sup> Para restaurar la confianza en el sistema bancario europeo, la Autoridad Bancaria Europea (EBA, siglas de *European Bank Authority*) acuerda dos principales medidas: los bancos europeos tendrán que valorar su cartera de deuda soberana a precios de mercado - y no de emisión -, y además se ha establecido un nuevo requisito de solvencia del 9% del capital principal (*Core-Tier 1*) para julio de 2012. Debido a estas medidas los bancos tendrán que fortalecer sus posiciones de capital mediante la acumulación de reservas. Según la EBA, para cumplir con estos requisitos la UE en su conjunto tendrá unas necesidades de 106.000 millones de euros, que se desglosan por país. Las cifras finales serán anunciadas por la EBA en una recomendación. En el caso de España sus necesidades excedían los 30.000 millones de euros. Aunque probablemente en ese cálculo no se contabilizaban las emisiones de bonos convertibles como capital de máxima calidad, tal y como reclamaba la banca española.

infrinjan las normas, excepto si una mayoría cualificada de Estados miembros se opone);

- además, la Comisión y el Consejo deberán sancionar *ex ante* los presupuestos de los países sometidos al procedimiento de déficit excesivo.

2. Afrontar la crisis de duda soberana: Con este objeto, se ha acordado adelantar al 1 de julio de 2012 la puesta en marcha del MEDE. Se ha cambiado la regla de unanimidad por la de la mayoría supercualificada (85%) en la toma de decisiones y, presumiblemente, se relajarán las referencias a la participación del sector privado en la resolución de las crisis de la deuda que tanto ha desanimado a los inversores a embarcarse en el proyecto. Se discute también sobre dotar al Fondo con más recursos. Se ratifica, finalmente, la posibilidad de que los Estados miembros acudan a los Fondos de Rescate para recapitalizar sus bancos.

**Actuaciones del BCE a partir de noviembre 2011:** El BCE rebajó el tipo de interés rector hasta el 1%<sup>15</sup> por el aumento de los riesgos de recesión en la recesión. Existiría un nuevo pacto no escrito con el BCE por el que Draghi (que ejerce como presidente desde el 1 de noviembre de 2011) se muestra extremadamente generoso con la liquidez y, a cambio, los bancos que la reciben la reinvierten parcialmente en las emisiones de bonos soberanos permitiendo a los Estados, sobre todo periféricos, refinanciarse (favorece la refinanciación del sistema financiero y de los Estados al mismo tiempo). Así, el BCE anunció dos subastas de liquidez a tres años, la ampliación del colateral aceptado para los préstamos bancarios y la rebaja del requerimiento de reservas desde el 2% al 1%. En diciembre se realizó la pri-

---

<sup>15</sup> El tipo de interés había sido elevado un cuarto de punto el 7 de abril y el 7 de julio de 2011, y rebajado en esa misma magnitud el 3 de noviembre y el 8 de diciembre de 2011.

mera de las dos subastas de liquidez a tres años, por la que 523 bancos europeos obtuvieron 489.190 millones de euros al 1%. La segunda subasta a 36 meses se llevó a cabo el 28 de febrero, y el volumen adjudicado ascendió a 529.531 millones de euros, a repartir entre 800 bancos de la Eurozona (se estima que un 20% correspondió a entidades españolas).

**CE de 30 de enero de 2012:** Se debate sobre el Tratado internacional entre los países del euro (que se firmará en marzo), sobre el MEDE y sobre la reorientación de los fondos estructurales hacia el empleo. Se adoptan medidas genéricas para combatir el paro y favorecer la financiación de las PYMES.

**CE de 1/2 de marzo de 2012:** Se aprueban las cinco prioridades de actuación previstas por la Comisión en su *Estudio Prospectivo Anual sobre el Crecimiento*, y 25 de los 27 Estados miembros (todos menos Reino Unido y Chequia) firman el Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza en la UEM (TECG)<sup>16</sup>, por el cual acuerdan la adopción de un conjunto de normas destinadas a promover la disciplina presupuestaria, a reforzar la coordinación de sus políticas económicas y a mejorar la gobernanza de la zona del euro.

**Reunión de ministros de Economía de la Eurozona de 14 de marzo de 2012:** Se da luz verde definitiva al segundo Plan de rescate de Grecia, tras haberse conseguido la aceptación del canje de deuda por parte del 97,5% de los acreedores privados<sup>17</sup> con una quita del 53%, y

---

<sup>16</sup> El carácter vinculante del TECG no estará sometido a ningún derecho de veto. El documento señala que entrará en vigor cuando lo ratifiquen 12 Estados de la Eurozona.

<sup>17</sup> Se aplicaron las *Claúsulas de acción colectiva* para los acreedores contrarios al canje de deuda, cuyo plazo voluntario terminaba el 8 de marzo, lo que activó los seguros de impago (*credit default swaps*) para inversores con títulos de deuda por valor de 25.000 millones de euros.

cumplirse por la parte griega el resto de requisitos establecidos en octubre de 2011. Además, se libera una primera ayuda de 39.400 millones de euros.

### 3.3. La racionalidad y objetivos de las principales actuaciones de respuestas adoptadas por la UE

A la hora de interpretar la sucesión de decisiones adoptadas por la UE desde 2008, y los cambios en el enfoque estratégico al que han ido respondiendo, en mi opinión ha resultado decisiva la prevalencia política del enfoque alemán, caracterizado por el compromiso con:

- la elusión del “riesgo moral” (*moral hazard*), exacerbado con ocasión de la crisis griega, para no incentivar que algunos Estados de la Eurozona pretendan no asumir las consecuencias económicas de sus sucesivas decisiones u omisiones;
- la preservación de la ortodoxia en el manejo de la política monetaria, escudándose en la literalidad de los tratados que subordinan la actuación del BCE al objetivo de estabilidad de precios;
- y la observancia del teorema de la equivalencia ricardiana<sup>18</sup>, que restaría validez a la eficacia potencial de las políticas fiscales expansivas.

La primacía de este enfoque explicaría los cambios de estrategia de salida (por ejemplo, el abandono de la inspiración keynesiana de las primeras medidas), el retardo en adoptar algunas medidas necesarias (como la intervención proactiva del BCE), y la renuencia a la creación de “euro-

---

<sup>18</sup> Según este teorema, ante la acumulación de déficits presupuestarios de cierta entidad, los agentes privados contraen su gasto anticipando futuras elevaciones de impuestos.

bonos” o de más potentes “cortafuegos”. Con todo, y en síntesis, las actuaciones comunitarias de respuesta a la crisis se han ido orientando a la consecución de cuatro grandes objetivos que se desarrollan en los epígrafes que siguen

### ***3.3.1. El reforzamiento de la supervisión financiera***

Se ha procedido a una re-regulación de la actividad financiera en la UE que empezó con la adopción de los acuerdos de Basilea III (publicados en noviembre de 2010), destinados a aumentar el nivel de capital y a endurecer la definición de los recursos que constituyen el mismo, pero con un largo calendario de implantación. Sin embargo, los mercados y los reguladores presionaron para adelantar dicho calendario. Así, la EBA ha reclamado recientemente a las entidades europeas mayores niveles de capital en función del deterioro de la deuda soberana de sus balances. Del mismo modo, se comienza a abordar la regulación de la “banca en la sombra”.

Además de este proceso, las instancias comunitarias han mostrado su “comprensión” hacia algunas medidas proteccionistas nacionales, como la prohibición de “posiciones cortas al descubierto” sobre acciones para reducir la volatilidad y las presiones en las cotizaciones, o actuaciones<sup>19</sup> que dotan de mayor transparencia al mercado<sup>20</sup>.

---

<sup>19</sup> Por ejemplo, Francia, Bélgica y España las adoptaron respecto a las acciones en el sistema financiero; Italia desde 1-12-2011 sobre acciones que cotizan en mercados regulados.

<sup>20</sup> Desde 2010, la CNMV exige que le comuniquen toda posición corta sobre cualquier valor cotizado español que supere el 0,2% del capital social (aunque no se darán a conocer al mercado) y hará públicas para todos los ciudadanos las inversiones bajistas que excedan del 0,5% del capital.

### ***3.3.2. El giro paulatino de la política monetaria hacia un carácter más proactivo***

Aunque con resistencias y retardos en relación con el desempeño ágil y decidido de la Reserva Federal o del Banco de Inglaterra, y ante el agravamiento de la situación económica en la Eurozona, el BCE, a partir de 2010, ha adoptado un enfoque mucho más proactivo orientado a que fluya el crédito, se alivie la situación de los países afectados por las crisis de deuda soberana, y se puedan recapitalizar los bancos europeos. Este cambio radical de actitud se ha plasmado en:

**1. Las subastas (barras de liquidez)** que han inyectado más de un billón de euros en el sistema financiero entre diciembre de 2011 y febrero de 2012. Con estas subastas, la institución pretende resolver varios problemas a la vez, todos relacionados entre sí:

- **Alivia la presión de financiación para la banca.** Las entidades no han podido emitir deuda en condiciones favorables desde mayo de 2011, como consecuencia de la correlación entre la crisis de la deuda soberana y el sector financiero. Conforme aumentaba el riesgo país, aumentaban los costes de financiación para la banca. Esta situación preocupaba al sector, porque tiene que hacer frente a elevados vencimientos de deuda en el medio plazo. En 2012, los compromisos superan los 800.000 millones de euros para las entidades europeas, según datos de Royal Bank of Scotland, y los 120.000 millones en el caso de las españolas.
- **Alivia la presión de financiación para los gobiernos.** Algunos expertos han considerado la nueva barra libre de liquidez del BCE como una especie de *quantitative easing* encubierto, debido a que los efectos podrían ser similares. El famoso *carry trade*<sup>21</sup> incentiva a las

---

<sup>21</sup> Las entidades financieras captan financiación del BCE al 1% y compran deuda pública que, según el plazo y país, rinde entre el 2% y el 6%.

entidades a comprar más deuda pública, tal y como se ha visto en las últimas subastas de deuda. Esto lleva a una relajación de las primas de riesgo y, por lo tanto, a una reducción de los costes de financiación para los gobiernos. El sector público español, por ejemplo, afronta vencimientos por importe de 120.000 millones de euros en 2012.

- **Compensa la caída del negocio típico bancario.** El *carry trade* permite a bancos y cajas ingresarse un margen que tiene un impacto positivo en las cuentas de resultados. Les viene muy bien en un momento en el que se ha contraído el negocio típico bancario.

- **Facilita la búsqueda del capital.** Los bancos, al asegurarse recursos para cubrir sus vencimientos del año que viene, pueden concentrar sus esfuerzos en incrementar su capital para poder cumplir con las nuevas normas impuestas por la EBA. En total, según los últimos test, las necesidades superan los 100.000 millones para el conjunto del sector.

- **Contiene el agresivo desapalancamiento bancario.** El afán por cubrir los futuros vencimientos de deuda llevó a las entidades a un agresivo desapalancamiento que podría tener consecuencias negativas para la economía. El presidente de BCE, Mario Draghi, dejó entrever su preocupación por esta operativa porque podía llevar al exceso de la venta de activos o a la reducción del crédito. Ahora la liquidez deja de ser un problema aparente, por lo que ese proceso debería contenerse.

- **Menores tensiones en el Euribor.** El Euribor se mueve en función de las expectativas de tipos de interés. Sin embargo, desde la quiebra de Lehman Brothers, se ha incorporado otro componente: las tensiones de liquidez. Si éstas desaparecen, al menos en parte, debería bajar el Euribor y, por lo tanto, el coste de las hipotecas.

- Solventados los problemas anteriores es **más fácil que fluya de nuevo el crédito o la liquidez hacia la economía real** (familias y empresas).

En Marzo de 2012 (tras las dos subastas) se alcanza el máximo de la serie histórica, tanto en volumen de endeudamiento (227.601 millones de euros) como en el porcentaje que representa del total de apelación de las entidades de la Eurozona (62,9%).

**Tabla 1:** Volumen de endeudamiento total\* de las entidades financieras españolas con el BCE y participación en el total de la UE, 2007-2012 (millones de €)

Fecha	Volumen de préstamo	% sobre total UE
Abril 2007	19.143	4,4
Diciembre 2007	44.088	10,4
Abril 2008	47.621	10,4
Diciembre 2008	63.598	10,3
Abril 2009	67.434	10,7
Octubre 2009	82.534	14,7
Diciembre 2009	76.105	18,8
Mayo 2010	85.618	18,0
Julio 2010	130.209	30,0
Diciembre 2010	63.744	16,0
Abril 2011	42.077	13,0
Octubre 2011	76.048	19,9
Diciembre 2011	118.861	30,1
Enero 2012	133.177	37,4
Febrero 2012	152.432	47,3
Marzo 2012	227.601	62,9

\*Saldo vivo pendiente de devolver en términos netos (restando a las peticiones brutas la cantidad que los bancos han vuelto a depositar en la facilidad de depósitos del BCE).

NOTA: el peso relativo del sistema financiero español en el conjunto de la UE se estima en un 12%.

Fuente: elaboración propia a partir de notas emitidas por el Banco de España.

**2. La compra de títulos de deuda en los mercados secundarios:** El BCE comenzó, en mayo de 2010 y ante la espectacular subida de sus primas de riesgo, a adquirir títulos de Grecia, Portugal e Irlanda, y después de Italia y España (aunque suele esterilizar inmediatamente la intervención para evitar que afecte potencialmente a la inflación). De los 218.000 millones de euros gastados hasta la fecha en ese programa, 211.000 millones se emplearon entre mayo de 2010 y diciembre de 2011, con un record de compras durante la primera semana de agosto de 2011 (se alcanzan los 22.000 millones de euros). A partir de la tercera semana de febrero de 2012, y a medida que se estabilizaban las primas de riesgo de los países mencionados, las compras han tendido a cesar.

**Tabla 2:** Evolución de los máximos de las primas de riesgo en varios países de la Eurozona, 2008-2012 (en puntos básicos respecto al bono alemán a 10 años; mes/año)\*

	1/2008	2/2009	2/2010	7/2011	11/2011	1/2012
<b>España</b>	20	128	91	341	<b>469</b>	371
<b>Bélgica</b>	24	125	55	166	<b>328</b>	272
<b>Francia</b>	11	54	39	71	<b>204</b>	147
<b>Irlanda</b>	23	272	162	<b>834</b>	611	647
<b>Italia</b>	38	157	90	288	<b>575</b>	527
<b>Portugal</b>	25	155	125	873	948	<b>1.336</b>
<b>Grecia</b>	32	300	398	1.534	2.711	<b>3.381</b>
<b>Austria</b>	13	133	49	65	<b>179</b>	123

\* Máximo para cada país en negrita.

Fuente: elaboración propia a partir de notas emitidas por Bloomberg.

La Tabla 2 muestra la evolución de las primas de riesgo para una selección de países de la Eurozona, observándose que, en efecto, en el intervalo que va de julio a noviembre de 2011 se alcanzan los máximos históri-

cos de la serie<sup>22</sup>, salvo en los casos de Grecia y Portugal, cuyas primas siguen al alza en 2012 y que están aún lejos de conseguir financiarse en condiciones razonables en los mercados.

### ***3.3.3. Los esfuerzos por mejorar la coordinación de la política económica y la gobernanza***

Se ha intentado mejorar la funcionalidad de los mecanismos de coordinación de las políticas económicas nacionales contemplados en el Método abierto de Cooperación, que habían mostrado una falta de eficacia notoria. El endurecimiento, primero, de las reglas del PEC (estableciendo unas sanciones por incumplimiento más firmes), y la posterior firma del nuevo TCEG pretenden fijar un marco más exigente para los países que se han alejado de los compromisos adquiridos en materia presupuestaria.

### ***3.3.4. Los planes de rescate de Grecia (por dos veces), Portugal e Irlanda***

La concesión de préstamos condicionados —con recursos de la UE y el FMI— a los países con riesgo de impagos ha evitado una bancarrota en la Eurozona que habría podido afectar a la propia imagen del euro, provocando un riesgo de contagio a los demás economías con problemas.

### ***3.3.5. La creación de "cortafuegos" financieros cuya dotación ha ido creciendo***

Con la idea de disuadir a los especuladores que venían operando en la Eurozona, se diseñó, primero, un mecanismo temporal de estabilidad

---

<sup>22</sup> En el caso español, el máximo *spread* se registra intra-día durante la sesión el 17 de noviembre de 2011 (503 puntos); para Irlanda llegó a alcanzar los 1.100 puntos en junio de 2011.

financiera (ESM y EFSF) que pudiera respaldar las emisiones de deuda de los países presionados por los mercados, y, posteriormente, se optó por un fondo permanente (MEDE) al que se prevé (pero no se acaba de decidir) dotar de más recursos a partir de su entrada en funcionamiento en julio de 2012.

#### **4. Valoración de las medidas y propuestas alternativas al esquema de intervención actual**

**D**esde mi punto de vista, las medidas europeas de respuesta a la crisis han sido adoptadas tardíamente, de modo vacilante y a veces con insuficiente intensidad, y, además, han sido contradictoras a lo largo del periodo de crisis, como ha quedado de manifiesto con los cambios de “estrategia de salida” que se han identificado anteriormente. Por un lado, los problemas intrínsecos de gobernanza económica en una instancia supranacional (en la que persisten amplios márgenes de decisión soberana en asuntos económicos, sobre todo fiscales) y, por otro, los enfoques y aproximaciones demasiado ortodoxos (en temas monetarios y de oferta) y las cautelas sobre el “riesgo moral”, han impedido el diagnóstico temprano de los problemas más acuciantes y la instrumentación eficaz de las soluciones.

Pensando en el futuro inmediato, enuncio a continuación una serie de propuestas o medidas, no adoptadas hasta la fecha, que conformarían una estrategia de intervención alternativa al esquema dominante hasta ahora. También cito alguna otra iniciativa, mencionada por algunos autores y corrientes de opinión, cuya adopción, sin embargo, considero arriesgada o potencialmente contraproducente en la situación actual.

## 4.1. Medidas alternativas que deberían considerarse urgentes

**L**a creación de los eurobonos, es decir, la emisión común de bonos soberanos que fue contemplada por primera vez en el Informe del Grupo Giovannini<sup>23</sup> (2000) como una de las cuatro hipótesis para mejorar el grado de integración o coordinación de los mercados de deuda pública en la Eurozona. Contribuiría a integrar de nuevo el mercado financiero europeo, que se ha visto fragmentado en los últimos 2 años, durante los cuales las primas de riesgo se han disparado. Alemania se resiste para limitar el “riesgo moral” y asegurar la calidad crediticia de los títulos. Y la cuestión central radica en las garantías de las emisiones: garantía mancomunada (con o sin respaldo de consideración preferente o garantías reales) o garantía solidaria.

En la literatura económica existen propuestas concretas al respecto:

- Jones (2010), por ejemplo, propone un **Fondo de eurobonos** (*Eurobond Facility*) que actuaría como una suerte de *Fondo monetario europeo*, permitiendo a los países obtener financiación regular garantizada por los países del euro a un precio inferior al de mercado, y hasta un límite máximo que podría ser del 60% del PIB (lo cual estaría alineado con el criterio de deuda del PEC). Las necesidades superiores de financiación tendrían que ser cubiertas por los países acudiendo a los mercados de manera individual, sin la garantía que proporcionaría la Facilidad y, por consiguiente, a un precio superior.
- Delpa y Weiz-Säcker (2011) formulan el similar **modelo azul-rojo**: En este caso se propone que la deuda que no llegue al 60% del PIB de un país (el límite del PEC) sería emitida en forma de eurobonos (bonos azules) con garantía solidaria de todos los Estados miem-

<sup>23</sup> Giovannini Group (2000), *Report on co-ordinated issuance of public debt in the euro area*, Comisión Europea, 8-11-2000.

bros y también sería más barata. El resto de deuda que supere ese 60% la emitirían directamente los Estados a través de bonos nacionales (bonos rojos), que sólo tendrían garantía nacional y que en consecuencia serían más caros.

- Favero y Missale (2010) proponen también una tipología semejante de eurobonos.

Varios políticos y responsables comunitarios han defendido la creación de los eurobonos. Así, el presidente de la Comisión Europea, José Manuel Barroso, presentó el 23 de noviembre de 2011 el *Libro Verde sobre la viabilidad de la introducción de los bonos de estabilidad* (Comisión Europea, 2011a) que plantea 3 alternativas ordenadas de mayor a menor grado de ambición (desde los eurobonos “puros” a los bonos en que cada Estado garantizaría una porción del valor, lo cual haría la medida directamente compatible con los Tratados). Se efectuaría, por ejemplo una emisión conjunta europea según las necesidades globales, que sustituiría parcialmente los bonos nacionales, pero que solo tendrían las garantías proporcionales a las necesidades de cada Estado.

El documento supone un salto cualitativo en el camino hacia la creación de los eurobonos o “bonos de estabilidad” como se les denomina en el texto, al plasmarse por primera vez en un documento de la Comisión varias fórmulas de mutualización de la deuda europea. Con los eurobonos, la UE podría disponer de un mercado de deuda con tanta liquidez y profundidad como el de Estados Unidos y, por tanto, lograría un menor coste de su financiación<sup>24</sup>. Otras personalidades europeas, como Jean-Claude Juncker (presidente del Eurogrupo), Rasmussen (presidente de los socialistas europeos), o Tremonti se han posicionado positivamente al respecto.

---

<sup>24</sup> La deuda de la zona euro ascendió en 2010 a 7,8 billones (85,4% del PIB), y la de Estados Unidos a 19,2 billones de dólares (94,4% del PIB).

**Mientras se decide sobre los eurobonos, sería conveniente incrementar sustancialmente la dotación de los fondos** destinados a la estabilización de los mercados de deuda soberana (“cortafuegos” o *firewalls*) para lo cual podrían dotarse de recursos adicionales tanto el MEDE de la UE como las herramientas del FMI (FMI, 2012). La vía más sencilla sería mantener la afección de los fondos del mecanismo temporal a la entrada en vigor del MEDE, de manera que resulte definitivamente disuasorio para los especuladores: si los recursos de estos *cortafuegos* no alcanzan, al menos, el billón de euros (cantidad que permitiría cubrir las necesidades de financiación a medio plazo de las economías de la Eurozona con problemas, incluidas Italia y España) no se disuadirá a los especuladores.

**Contemplar la compra por el BCE en el mercado primario de emisiones de deuda soberana** (como hacen la Reserva federal en EE.UU., el Banco de Inglaterra o el Banco de Japón), contraviniendo excepcional y motivadamente lo dispuesto en el art.123 del TFUE, o más ambiciosamente, modificar el Tratado de la UE para que el BCE no adopte como único objetivo el control de la inflación o que se establezcan los objetivos de estabilidad de precios de modo más laxo (en lugar del 2% anual de inflación).

**Intensificar la Unión fiscal** (*closer fiscal union*), además de la monetaria (Begg, 2011), de manera que ni surjan desequilibrios presupuestarios tan extremos en algunos países, ni se produzcan las desigualdades en los niveles de tributación que se reflejan en las tablas 3 y 4. Existirían diversas variantes ordenadas de menor a mayor grado de intensidad: a) Un incremento de las transferencias a los Estados con problemas desde el Presupuesto comunitario; b) Una mayor armonización fiscal o de las políticas de gasto; c) Van Rompuy propone una mayor integración europea en términos de mayor cesión de soberanía de los países miembros que suponga un

fortalecimiento de las reglas y mecanismos de responsabilidad fiscal; d) Empezar una profunda revisión de la fiscalidad europea, con la creación de figuras tributarias europeas (y asignar a cada país sus cuotas).

**Tabla 3:** Ingresos públicos totales por habitante en la UE, 2002-2009 (euros)

	2002	2004	2006	2009
<b>UE-27</b>	<b>9.041</b>	<b>9.522</b>	<b>10.605</b>	<b>10.366</b>
Bélgica	12.904	13.686	14.712	15.084
Dinamarca	18.840	20.587	22.783	22.486
Alemania	11.548	11.608	12.340	13.023
Irlanda	10.988	12.808	15.513	12.493
Grecia	5.738	6.381	7.421	7.775
España	<b>6.780</b>	<b>7.590</b>	<b>9.025</b>	<b>7.904</b>
Francia	12.436	13.168	14.361	14.314
Italia	10.055	10.568	11.434	11.767
Luxemburgo	23.459	24.847	28.669	31.591
Holanda	12.706	13.377	15.227	15.982
Austria	13.561	14.103	14.843	16.003
Portugal	5.404	5.919	6.218	6.402
Finlandia	14.576	15.177	16.648	17.027
Suecia	16.378	17.955	19.511	17.174
R. Unido	11.278	11.717	13.298	10.226

Fuente: EUROSTAT.

Como se aprecia en la Tabla 3, la presión tributaria que soportan los ciudadanos de los distintos Estados miembros es muy desigual: por ejemplo, un ciudadano español pagó en 2009, como media, 2.462 euros menos por tributos que el promedio comunitario; esta diferencia se elevaba a los 2.591 euros en el caso de un ciudadano griego. Y ese diferencial negativo de recaudación fiscal no puede imputarse al menor nivel de renta de estos paí-

ses: la Tabla 4 relativiza las diferencias de renta entre Estados y expresa los ingresos públicos como porcentaje del PIB nacional, y la desigualdad persiste (por ejemplo, en 2009 España dedicó un 9,2% menos de su PIB al pago de impuestos)

**Tabla 4:** Ingresos públicos totales en la UE como % del PIB, 2002-2009

	2002	2004	2006	2009
<b>UE-27</b>	44.2	44.0	44.8	43.9
<b>Bélgica</b>	49.7	49.0	48.7	48.2
<b>Dinamarca</b>	54.8	56.4	56.6	55.8
<b>Alemania</b>	44.4	43.3	43.7	44.3
<b>Irlanda</b>	33.2	34.9	37.4	34.1
<b>Grecia</b>	40.3	38.0	39.3	36.9
<b>España</b>	38.4	38.5	40.4	34.7
<b>Francia</b>	49.5	49.6	50.4	48.1
<b>Italia</b>	44.4	44.2	45.4	46.6
<b>Luxemburgo</b>	43.6	41.5	39.7	41.6
<b>Holanda</b>	44.1	44.3	46.1	46.3
<b>Austria</b>	50.1	49.5	47.9	48.3
<b>Portugal</b>	41.4	43.1	42.3	41.6
<b>Finlandia</b>	52.8	52.1	52.9	53.2
<b>Suecia</b>	55.3	56.1	56.5	55.7
<b>R. Unido</b>	39.1	39.6	41.4	40.3

Fuente: EUROSTAT

**Atemperar los ritmos de ajuste fiscal** de los países con graves desequilibrios presupuestarios, considerando su impacto sobre el crecimiento, aun manteniendo el compromiso con la consolidación fiscal a medio plazo. La mera austeridad presupuestaria, es decir, la política fiscal pro-cíclica no resolverá la crisis porque, además, los recortes fiscales se sumarán a las polí-

ticas de desapalancamiento del sector privado (European Metalworkers' Federation, 2012) en la generación de efectos recesivos. Asimismo, los países que cuentan con margen presupuestario (por ejemplo, Alemania, Holanda, Finlandia o Austria) deberían adoptar medidas de estímulo que contrarresten esos recortes.

De cualquier modo, la disciplina presupuestaria debería ir acompañada de medidas de estímulo a la economía en otros frentes, singularmente para abaratar la financiación de los países y las empresas del euro. En caso contrario sería difícil romper el siguiente círculo vicioso: las medidas de austeridad exigidas a los países cuya solvencia soberana genera suspicacia por el estado crítico de sus cuentas públicas lastran tanto sus perspectivas de crecimiento como la solvencia de su sector privado. Ello dificulta aún más el ajuste fiscal, retroalimentando una espiral perversa que, si no se interrumpe, puede generar un nivel de desconfianza y turbulencias de tal calibre que acabe contagiando a otras economías fundamentalmente solventes. El FMI está alertando al respecto en su actualización de la vigilancia fiscal de 24 de enero de 2012: "Too rapid consolidation during 2012 could exacerbate downside risks" (FMI, 2012).

Algunos economistas habían anticipado ya en 2011 la previsible recaída en la recesión, alertando de que las condiciones demasiado estrictas sobre los países con crisis de deuda soberana no funcionan (Teulings, Bijlsma y Lukkezen, 2011). Por su parte, Perotti (2011) advertía, basándose en la experiencia empírica disponible<sup>25</sup>, de que en el contexto económico actual de los países de la Eurozona (síntomas de recesión; imposibilidad de depreciar su moneda para ganar competitividad; improbabilidad de una expansión significativa de la demanda externa por la contracción de la

---

<sup>25</sup> Utiliza los casos de Dinamarca, Irlanda, Finlandia y Suecia, durante los años 80 y 90.

demanda europea y mundial; imposibilidad de reducir aún más los tipos de interés) los fuertes ritmos de ajuste fiscal no son convenientes. También Laszlo Andor, Comisario europeo de empleo, asuntos sociales e inclusión, lo reconocía en una entrevista publicada el 8 de febrero de 2012 en *The Wall Street Journal*: “We need a smarter fiscal consolidation than before, which means that the wrongly calibrated fiscal consolidation measures probably contributed to the deceleration of growth and this second dip”.

La Tabla 5 recoge algunas de las medidas de consolidación fiscal que ya habían sido adoptadas antes de 2011 en algunos países de la UE.

**Tabla 5:** Medidas restrictivas introducidas por países seleccionados de la UE, 2008-2010

	Grecia	Irlanda	Portugal	España	Alemania	Holanda
Objetivo de reducción presupuestaria (% PIB)	11	10	7	8	1	3
Subida de IVA (en puntos)	4	2	2	2		
Reducción número de funcionarios	20.000	24.750	0% rep <sup>1</sup>	10% rep <sup>1</sup>	15.000	17.200/año
Reducción sueldos públicos	2 pagas extras	10% a nuevos	5%	5%	Congel.	Congel.
Retraso de edad de jubilación	de 60 a 65 <sup>2</sup>	de 65 a 68 <sup>2</sup>		de 65 a 67 <sup>2</sup>	de 65 a 67 <sup>2</sup>	de 65 a 66 <sup>2</sup>

<sup>1</sup> % de reposición; <sup>2</sup> para las mujeres; <sup>3</sup> progresiva

Fuente: Teulings, Bijlsma y Lukkezen, 2011, p. 7.

**Propuesta de tasa sobre las transacciones financieras (tasa Tobin<sup>26</sup>):** Esta propuesta tendría dos objetivos potenciales: incrementar los recursos públicos (contribuyendo a la necesaria consolidación fiscal en

<sup>26</sup> *Tobin tax or Currency transaction Tax* (Vid.: J. Tobin (1978), "A Proposal for International Monetary Reform", *Eastern Economic Journal*, Vol. 4, n.º 3-4, pp. 153-159.

muchos países) y desincentivar los movimientos financieros de carácter especulativo. Existe una propuesta formal, aprobada el 28 de septiembre de 2011 durante el debate sobre el *Estado de la Unión Europea* celebrado en la Eurocámara, para crear una tasa sobre las transacciones financieras que recaudaría 57.000 millones de euros al año, si se aplicase en el conjunto de la UE (Comisión Europea, 2011b). Y en marzo de 2012 los ministros de Economía de nueve países (Alemania, Francia, España, Austria, Bélgica, Finlandia, Portugal, Grecia e Italia) han solicitado, en una carta conjunta dirigida a la presidencia de la UE, que se "venzan todos los obstáculos" para que la tasa Tobin sea puesta en marcha en julio de 2012. Barroso, el 22 el marzo de 2012, avanzó una propuesta por la cual dos terceras partes de lo recaudado iría a parar al Presupuesto comunitario (reduciéndose la contribución anual de los Estados) y la otra tercera parte iría directamente a los presupuestos nacionales.

Las ayudas y garantías públicas por valor de 4,6 billones de euros que habría recibido el conjunto del sector financiero europeo constituyen la primera razón moral —según Barroso— para defender su implantación. Diversos estudios que estiman el impacto sobre el sector han puesto en duda la eficacia de una tasa que no se aplique de manera global. Es por ese motivo que los grandes países europeos han pedido, sin éxito, que el G-20 la adopte conjuntamente para evitar el riesgo de deslocalización financiera. EEUU se ha opuesto en repetidas ocasiones, al igual que, dentro de la UE, el Reino Unido.

**Mejora de la gobernanza europea.** Las propuestas de la Comisión Europea y del Grupo de Trabajo de Van Rompuy, en este sentido, se pueden clasificar en tres grandes apartados: las encaminadas a mejorar la supervisión y el cumplimiento de los objetivos de la política fiscal; las destinadas a ampliar el perímetro de la supervisión de las políticas económicas no mone-

tarias para incluir los desequilibrios macroeconómicos y de competitividad; y, finalmente, el diseño de un mecanismo permanente para la gestión de crisis.

Es obvio que el euro (al no circular por una “zona monetaria óptima”) requiere mayor corresponsabilidad fiscal: es decir, que, en la medida de lo posible, cada nivel de gobierno aparezca ante sus ciudadanos como responsable no sólo de sus decisiones de gasto, sino también de las cargas tributarias que éstas conllevan. En caso contrario, en la Eurozona se generan incentivos perversos para algunos países que podrían no recaudar lo suficiente y confiar en los mercados financieros por disponer de una moneda fuerte. Pero habrá que depurar la estructura de la gobernanza para que sea más inclusiva que hasta ahora, excesivamente sometida al criterio de Alemania.

## 4.2. Medidas más radicales que podrían resultar arriesgadas o contraproducentes

**E**xisten otras propuestas cuya adopción sería más arriesgada, cuando no abiertamente contraindicada, desde mi punto de vista:

**La salida del euro** de los países presionados por los mercados. Existe un consenso entre la mayoría de los economistas en torno a que esta medida provocaría “la madre de todas las crisis financieras”, en expresión de Eichengreen<sup>27</sup>. Por tanto, la adopción del euro tendría un carácter irreversible por variados y sustantivos problemas políticos (rechazo al incumplimiento de compromisos), jurídicos (la salida de la UEM no está prevista en

<sup>27</sup> “And if the government was already in a weak fiscal position, it would not be able to borrow to bail out the banks and buy back its debt. This would be the mother of all financial crises” (Eichengreen, 2010: 1). “The technical difficulties of reintroducing a national currency should not be minimized” (Eichengreen, 2007: 1).

los tratados y solo cabría la salida de la UE de acuerdo con el art. 50 del TUE, negociando de nuevo los términos de una adhesión; la necesidad de re-denominar todos los activos, programas y contratos) y, sobre todo, económicos (el fuerte incremento del coste de refinanciación de la deuda externa, la previsible elevación de tipos de interés, los eventuales ataques especulativos contra la nueva moneda y la probable espiral salarios-precios, si hay devaluación; además de la imposibilidad de obtener nuevos préstamos, si hay falta de cumplimiento de obligaciones). Y no cabe descartar que la posibilidad de anticipación por parte de los agentes a esa medida provocaría nuevos problemas de gran magnitud. Dor repasa, en un documento muy difundido, la problemática hoja de ruta que debería seguir un país para abandonar la Eurozona (Dor, 2010).

**La declaración voluntaria de quiebra** por parte de los Estados más acuciados por los mercados. Ignorando los compromisos de deuda contraídos, algunos economistas (Skeel, 2011) y ONGs aconsejan a Grecia esta solución, tomando como referencia lo acaecido en Islandia<sup>28</sup>. Aunque existen varias diferencias entre las situaciones económicas de ambos países: en el caso de Islandia se trataba de una crisis bancaria de ingente magnitud (sólo la deuda externa contraída por los principales bancos islandeses equivalía a más de 5 veces el PIB anual de ese país) cuyo rescate hubiese empo-

---

<sup>28</sup> La economía islandesa decreció un 6,9% en 2009 y un 3,5% en 2010, cuando había crecido a una media del 5% anual en los 6 años anteriores. Su renta per cápita pasó de 43.200 \$ en 2008 a 38.300 \$ en 2010 (en términos reales) y la balanza por cuenta corriente obtuvo un déficit del 28,3% del PIB en 2008, del 11,7% en 2009, y del 10,2% en 2010. Por otra parte, la deuda pública habría pasado de representar el 27,9% del PIB en 2007 al 87,8% en 2010. Es cierto que en 2011 Islandia habría crecido un 2,5%, creando empleo neto (FMI, 2011a), y que en junio de 2011 ha regresado a los mercados de capitales con la emisión de 1.000 millones de \$ en bonos; además los CDS sobre deuda soberana islandesa son menores en enero de 2012 que los de Irlanda o Letonia (FMI, 2011b). El programa de apoyo suscrito en noviembre de 2008 por el gobierno islandés con el FMI, mediante el que Islandia recibía de éste 2.100 millones de \$, establecía controles de capital y reestructuraba el sistema financiero, fue un hecho clave (FMI, 2011c). La corona islandesa se ha devaluado un 100% respecto al \$ entre 2006 y 2010.

brecido a los apenas 320.000 habitantes de la isla, y además contaba con una moneda propia (la corona islandesa) cuya devaluación favoreció la corrección del déficit por cuenta corriente; en el caso de Grecia, se trata de una crisis de deuda que, adicionalmente, podría arrastrar al sistema bancario por la gran exposición de las entidades griegas a la deuda soberana.

El riesgo potencial derivado del incumplimiento de compromisos sería la exclusión de Grecia del sistema financiero internacional, algo impensable tratándose de un país que depende del ahorro exterior. Esta solución heterodoxa hubiera podido aplicarse, en todo caso, a Irlanda, que padeció también una grave crisis bancaria. Otro riesgo potencial no menos importante es la posibilidad de contagio a los demás países implicados en la crisis de deuda soberana (Panetta, 2011).

**La creación temporal de una Unión monetaria con 2 unidades de cuenta**, el “euro fuerte” (para los países centrales de la Eurozona) y el “euro débil” (para los países periféricos), ambos gestionados por el BCE (Arghyrou y Tsoukalas, 2010). Todas las deudas existentes continuarían estando denominadas en “euros fuertes”, que equivaldrían al actual euro. La propuesta implicaría una devaluación del “euro débil” respecto del “fuerte”, al mismo tiempo que en la periferia de la Eurozona se introducirían reformas estructurales de amplio alcance y se impulsaría una rauda consolidación fiscal. Aun tratándose de una solución creativa, se le podrían imputar la mayor parte de los riesgos atribuidos a la salida del euro.

**Profundas reformas que adelgacen los sistemas de protección social** en la UE (sobre todo en materia de pensiones y sanidad) para facilitar la progresiva reducción del déficit y la deuda de los sectores públicos (Cottarelli y Viñals, 2010: 11). Para estos autores, el recorte de los gastos sociales es la forma más segura de mantener controlada la inflación, de

lograr la consolidación fiscal y de evitar la expulsión financiera del sector privado de la economía. Y más aún si cabe con las perspectivas de envejecimiento de la población europea. Por supuesto que esta propuesta sería incompatible con el mantenimiento en todo el ámbito de la UE del modelo social europeo (de cuya virtualidad estoy personalmente convencido).

## 5. Conclusiones

Como resultado de las anteriores reflexiones, propongo al lector unas cuantas conclusiones básicas:

**Tabla 6:** Evolución de las balanzas por cuenta corriente en determinados países de la Eurozona, 1995-2010 (en % del PIB)

	1995	2000	2005	2007	2008	2009	2010
<b>Irlanda</b>	2,8	-0,4	-3,3	-5,3	-5,1	-3,0	-0,7
<b>España</b>	-0,2	-4,0	-7,5	-10,0	-9,5	-5,5	-4,5
<b>Portugal</b>	-3,0	-10,7	-9,8	-9,8	-12,1	-10,3	-9,9
<b>Grecia</b>	-0,5	-12,0	-11,0	-14,7	-13,8	-11,4	-10,4
<b>Bélgica</b>	4,8	4,2	3,3	3,7	0,2	2,0	1,2
<b>Holanda</b>	6,2	6,4	7,5	8,6	4,4	2,7	7,1
<b>Luxemburgo</b>	12,1	11,3	11,0	9,7	5,5	9,4	7,7
<b>Alemania</b>	-1,2	-1,6	5,2	7,9	6,6	5,0	5,3

NOTA: Los 4 primeros países seleccionados soportan la presión de los mercados financieros; los 4 últimos no.

Fuente: *Elaboración propia a partir de datos de EUROSTAT y FMI (para 2010).*

1. Es cierto que los países europeos que soportan la presión más acuciante de los mercados financieros adolecen de problemas intrínsecos como la falta de competitividad —reflejada en la necesidad crónica de financiación frente al exterior (Tabla 6), mayoritariamente del sector privado—, la escasa capacidad recaudatoria de sus sistemas fiscales, sobre todo en coyun-

turas recesivas (tablas 3 y 4), los altos niveles de apalancamiento y de dependencia del ahorro exterior, y, en algunos casos, la sobrevaloración de activos inmobiliarios (que generó, en países como España e Irlanda, unas burbujas que, primero, impulsaron el crecimiento exponencial del crédito hipotecario y, después, estallaron bruscamente, afectando a la solvencia de sus entidades financieras).

2. También es cierto que los efectos económicos de la crisis se han agudizado en la UE —dando lugar a la crisis de deuda soberana y a la nueva recaída en los niveles de actividad— por las carencias de gobernanza económica (el complejo proceso de toma de decisiones favorece la lentitud y escasa efectividad de las medidas adoptadas) y por la pérdida de credibilidad de las reglas internas de la UE, dado el incumplimiento reiterado del PEC. Estos retardos y omisiones permitieron la creación de un espacio propicio para la especulación contra los títulos emitidos por los países con problemas, dada la fragmentación de los mercados financieros europeos (extremas primas de riesgo), que estaban integrados hasta el 2008.

3. La vacilante y tardía estrategia de intervención seguida por la UE puede interpretarse principalmente como el resultado de la imposición del enfoque alemán, caracterizado por el compromiso con la elusión del “riesgo moral”, la preservación de la ortodoxia en el manejo de la política monetaria y la observancia del teorema de la equivalencia ricardiana. De esta forma tratarían de preservar la credibilidad de la UEM como un área de baja inflación y con un euro fuerte.

4. La superación de la crisis en el ámbito de la Eurozona requerirá la adopción de nuevas medidas (eurobonos, armonización fiscal), la intensificación de las que se han empezado a adoptar con retraso (mejoras en la gobernanza, nuevo perímetro de supervisión financiera, más potentes corta-

fuegos financieros, no revisión de la instrumentación proactiva del BCE) o la reorientación de otras (bruscos ajustes presupuestarios) para evitar la vuelta a la recesión y la persistencia de estímulos a la especulación contra los títulos de deuda de algunos países. ■

---

## Bibliografía

- ALLEN, F., E. CARLETTI & G. CORSETTI (eds.) (2011), *Life in the Eurozone with or without Sovereign Default*, Philadelphia: Wharton-Financial Institutions Center Press.
- ARGHYROU, M. y G. TSOUKALAS (2010), “The Option of Last Resort: A two-Currency EMU”, *Business School of the Cardiff University Working Paper*, n.º E2010/14.
- ARIAS, X. C. y A. COSTAS (2011), *La torre de la arrogancia. Políticas y mercados después de la tormenta*, Barcelona: Ariel.
- AUTORIDAD BANCARIA EUROPEA (2011), *Recommendation and final results of bank recapitalisation Plan as part of co-ordinated measures to restore confidence in the banking sector*, Autoridad Bancaria Europea, 8-12-2011.
- BANCO CENTRAL EUROPEO (2011), “Cronología de medidas de política monetaria del Eurosistema”, *Boletín mensual de diciembre de 2011*, Anexo. Frankfurt.
- BANCO CENTRAL EUROPEO (2010), *Decisión del BCE de 14 de mayo de 2010 por la que se crea el programa para mercados de valores (BCE/2010/5)*, Diario Oficial de la Unión Europea de 20 de mayo de 2010.
- BEGG, I. (2011), “Fiscal union for the euro area: an overdue and necessary scenario?”, *Policy analysis*, n.º 5, 2011, Gütersloh (Alemania): Bertelsmann Foundation/The Foreign Policy Initiative BH.
- BREVIÑGE, J. (2009), *Escaping a liquidity trap through monetary policy: an overview of policy proposals*, Master thesis, Copenhagen Business School.
- CABALLERO, J. C., P. GARCÍA y E. GORDO (2011), “La reforma de la gobernanza económica en la UEM”, *Boletín económico del Banco de España de enero de 2011*, pp. 118-134.
- COMISIÓN EUROPEA (2011a), *Libro Verde sobre la viabilidad de la introducción de los bonos de estabilidad*, COM (2011) 818 final, (Bruselas, 23-11-2011).
- COMISIÓN EUROPEA (2011b), *Proposal for a COUNCIL DIRECTIVE on a common system of financial transaction tax and amending Directive 2008/7/EC*,

- COM(2011) 594 final, (Bruselas, 28-9-2011)
- COMISIÓN EUROPEA (2001), *La Gobernanza europea. Un libro blanco*, COM (2001) 428 final, (Bruselas, 25-7-2001).
- CONSEJO EUROPEO (1997), *Resolución del Consejo Europeo sobre el Pacto de estabilidad y crecimiento*, Diario Oficial de la Unión Europea C 236 de dos de agosto de 1997.
- COTTARELLI, C. y J. VIÑALS (2010), “A Strategy for Renormalizing Fiscal and Monetary Policies in Advanced Economies”, Paper presented at the *KDI/IMF Conference on Reconstructing the World Economy*, Seoul (Korea), February 25th.
- CRESPO, C. y F. STEINBERG (2009), “La crisis financiera global como oportunidad para el fortalecimiento de la Unión Europea”, en EUROBASK, *Crisis económica y financiera: el papel de la Unión Europea*, Vitoria-Gasteiz: EURO-BASK Consejo Vasco del Movimiento Europeo, pp.15-55.
- DABROWSKI, M. (2008), “The global financial crisis: causes, anti-crisis policies and first lessons”, *CESifo Forum*, Vol. 9, n.º 4, Munich: University of Munich/Ifo Institute, pp. 28-32.
- DE GRAUWE, P. (2011), “The Governance of a Fragile Eurozone”, *Centre for European Policy Studies Working Paper*, n.º 346, Bruxelles: CEPS.
- DE GRAUWE, P. (2006), “What have we learnt about monetary union since the Maastricht Treaty?”, *Journal of Common Market Studies*, Vol. 44, pp. 711-30.
- DE LA ROCHA, M. (2010), “El futuro de la Unión Económica y Monetaria Europea: ¿qué ha fallado y qué reformas se requieren?”, *Documento de trabajo/Fundación Alternativas*, n.º 54/2010, Madrid: Fundación Alternativas.
- DELPA, J. y J. VON WEIZSÄCKER (2011), “Eurobonds: the blue bond concept and its implications”, *Bruegel Policy Contribution*, n.º 2011/02, Bruegel (*Policy Paper*).
- DG DE ASUNTOS ECONÓMICOS Y FINANCIEROS DE LA COMISIÓN EUROPEA (2009), *Economic Crisis in Europe: Causes, Consequences and Responses. European Economy 7/2009*, Luxembourg: Office for Official

Publications of the European Communities.

- DOR, E. (2011), “Leaving the euro zone: a user’s guide”, *IESEG School of Management Working Paper series*, n.º 2011-ECO-06, Catholic University of Lille.
- DUNGEY, M. (2008), “The Tsunami: Measures of Contagion in the 2007–2008 Credit Crunch”, *CESifo Forum*, Vol. 9, n.º 4, Munich: University of Munich/Ifo Institute, p. 33-43.
- EICHENGREEN, B. (2010), “Eurozone breakup would trigger the mother of all financial crises”, *VoxEU*, 4-5-2010.
- EICHENGREEN, B. (2008), “Origins and responses to the current crisis”, *CESifo Forum*, Vol. 9, n.º 4, Munich: University of Munich/Ifo Institute, pp. 6-11.
- EICHENGREEN, B. (2007), “The Breakup of the Euro Area”, *NBER Working Paper*, n.º 13393, Cambridge (Massachusetts): National Bureau of Economic Research.
- ESCOLANO, R. (2011), “La crisis del euro y la gobernanza europea”, *Cuadernos de pensamiento político*, n.º 30, pp. 69-90.
- ESTUDIOS Y ANÁLISIS ECONÓMICO DE LA CAIXA (2011), *Informe mensual*, n.º 351, noviembre de 2011, Barcelona: La Caixa.
- EUROPEAN METALWORKERS’ FEDERATION (2012), *Ever more austerity: How the European Commission is pushing Europe back into recession*, Bruxelles: EFM.
- EUROSTAT (2011), *Mains statistics*, Luxembourg: Publications Office of the European Union.
- FAVERO, C. A. y A. MISSALE (2010), *EU Public Debt Management and Eurobonds*, IP/A/ECON/NT/2010-10, Bruselas: Parlamento Europeo.
- FISHER, I. (1932), *Booms and Depressions*, New York: Adelphi.
- FMI (2012), *Fiscal Monitor Update*, January 2012, Washington: FMI.
- FMI (2011a), *World economic Outlook*, Washington: FMI.
- FMI (2011b), *Iceland’s Unorthodox Policies Suggest Alternative Way Out of Crisis*, Washington: FMI-Survey on line de 3 de noviembre.

- FMI (2011c), *Iceland's Recovery: Can the Lessons Be Applied Elsewhere?*, Washington: FMI-Survey on line de 24 de octubre.
- FURIO, E. y M. ALONSO (2009), "Endeudamiento y crisis económica", *HALSHS Working paper*, n.º 00421739, Hyper articles en Ligne, Villeurbanne Cedex (Francia): Sciences de l'Homme et Société.
- GIOVANNINI GROUP (2000), *Report on co-ordinated issuance of public debt in the euro area*, Comisión Europea, 8-11-2000.
- GUAL, J. (2011), "La crisis del euro: causas últimas y soluciones duraderas", *Revista de Occidente*, n.º 367, pp. 28-42.
- HONOHAN, P. (2008), "Containment and Resolution in the Financial Crisis: Too Little, Too Late", *CESifo Forum*, Vol. 9, n.º 4, Munich: University of Munich/Ifo Institute, pp. 22-27.
- JONES, E. (2010), "A Eurobond proposal to promote stability and liquidity while preventing moral hazard", *ISPI Policy Brief*, n.º 180, March.
- KACEF, O. (2009), "Crisis y políticas públicas en América Latina y el Caribe", en O. Kacef y J.P. Jiménez (eds.), *Políticas macroeconómicas en tiempos de crisis: opciones y perspectivas*. Santiago de Chile: CEPAL, pp. 9-30.
- KOCH, D. M. (2009), "The Financial and Economic Crisis of 2008: A Systemic Crisis of Neoliberal Capitalism", *Review of Radical Political Economics*, Vol. 41, n.º 3, pp. 305-317.
- MIALLET, A. (2012), "Las fuertes y persistentes presiones sobre el sistema financiero", *Informe mensual*, n.º 353, enero de 2012, Barcelona: Estudios y Análisis Económico de La Caixa, pp. 17-20.
- MINSKY, H. P. (1991), "Financial Crises: Systematic or Idiosyncratic", *The Levy Economics Institute of Bard College Working Paper*, n.º 51.
- MINSKY, H. P. (2008), *Stabilizing an unstable economy*, New York: McGraw-Hill Professional.
- NOGUER, M. (2011), "Eurozona: remedios, no parches", *Informe mensual*, n.º 352, diciembre de 2011, Barcelona: Estudios y Análisis Económico de La Caixa, pp. 23-25.

- NOVALES, A. (2010), “Política monetaria antes y después de la crisis financiera”, *Claves de la Economía Mundial*, ICEX-UCM, Vol. 10, pp. 29-41.
- PALACIO, M. F. (2011), “El cambio de rol del Banco Central Europeo durante la crisis financiera internacional (2008-2010)”, *Documento de trabajo del Grupo de Estudios Internacionales Contemporáneos*, n.º AI 003 / 2011, Córdoba (Argentina): GEIC.
- PANETTA, F. (2011), “Life in the Eurozone: With or Without Sovereign Default?”, in F. Allen, E. Carletti & G. Corsetti (eds.), *Life in the Eurozone with or without Sovereign Default*, Philadelphia: Wharton-Financial Institutions Center Press, pp. 9-12.
- PEROTTI, R. (2011), “The “Austerity myth”: gain without pain?”, *Centre for Economic Policy Research Discussion Paper*, n.º 8658, London: CEPR.
- RODRÍGUEZ ORTIZ, F. (2011), “Crisis de la deuda pública: ajuste social regresivo y nueva gobernanza económica asimétrica”, *Revista de Economía Mundial*, n.º 29, pp. 179-207.
- SERRANO, C. Y NAVARRO, E. (2009), “La respuesta europea a la crisis financiera y económica”, *Boletín económico de ICE*, n.º 2957, pp. 3-22.
- SKEEL, D. A. (2011), “Rules-Based Restructuring and the Eurozone Crisis”, in F. Allen, E. Carletti & G. Corsetti (eds.), *Life in the Eurozone with or without Sovereign Default*, Philadelphia: Wharton-Financial Institutions Center Press, pp. 97-102.
- TEULINGS, C., M. BIJLSMA y J. LUKKEZEN (2011), “The Netherlands and the European debt crisis”, *CPB Policy Brief*, n.º 2011/03, The Hague: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis.
- TILFORD, S. y P. WHYTE (2011), “Why stricter rules threaten the Eurozone”, *Centre for European Reform Essays*, n.º 4084, London: CER.
- TOBIN, J. (1978), “A Proposal for International Monetary Reform”, *Eastern Economic Journal*, Vol. 4, n.º 3-4, pp. 153-159.
- TORRES, R. (2010), “Incomplete crisis responses: Socio-economic costs and policy implications”, *International Labour Review*, Vol. 149, n.º 2, pp. 227-237.



# COLECCIÓN DE ESTUDIOS INTERNACIONALES

## OTROS NÚMEROS DE LA COLECCIÓN

n.º 1, 2006  
**Fulvio Attinà** | La doctrina preventiva:  
¿Una innovación en el sistema político mundial? La reacción europea

n.º 2, 2007  
**Michael Keating** | European Integration and the nationalities question

n.º 3, 2008  
**Daniel Innerarity** | Un mundo desincronizado

n.º 4, 2008  
**Gonzalo Molina** | Políticas e iniciativas para una energía inteligente en la Unión Europea

n.º 5, 2009  
**Carlos Taibo** | Decrecimiento, crisis, capitalismo

n.º 6, 2009  
**Susanne Gratius** | Reflexiones sobre izquierda y populismo en América Latina

n.º 7, 2010  
**Vicente Garrido** | La no proliferación y el desarme en perspectiva histórica

n.º 8, 2010  
**Manuel de la Cámara** | Rusia en el orden internacional

n.º 9, 2011  
**José Abu Tarbush** | Cambio político en el mundo árabe

n.º 10, 2011  
**Juan José Ibarretxe** | The Basque Case:  
A comprehensive model for sustainable human development



La crisis mundial, primero financiera y luego económica, ha supuesto un desafío sin precedentes para la arquitectura institucional de la Unión económica y monetaria. Por primera vez se afrontaba en Europa una crisis económica grave, que requería de una respuesta supranacional tanto por los avances registrados en el proceso de integración — que implicaron la desaparición de instrumentos típicos de intervención económica nacional por la comunitarización de algunas políticas— como por el alcance de algunos de los desequilibrios, irresolubles considerando solo los recursos de los Estados implicados. Las carencias de gobernanza económica en la Eurozona, y la vacilante y tardía estrategia de intervención seguida, han agravado la presión acuciante de los mercados financieros que soportan algunos países europeos que, en todo caso, adolecían de problemas económicos intrínsecos. Tras analizar las causas de la crisis y las políticas comunitarias dirigidas a atajarla, en la última parte del texto, el autor plantea una serie de propuestas de cara a la efectiva superación de la misma.

Javier Bilbao Ubillos es Licenciado en Ciencias Económicas y empresariales y en Derecho. Se doctoró en Ciencias Económicas por la UPV/EHU y amplió sus estudios en el Instituto Universitario Europeo de Florencia (Italia). En la actualidad es profesor de Economía Aplicada en la UPV/EHU y dirige el Grupo de Investigación sobre Economía industrial, regional y del Sector público (GIC 10/28-IT-461-10). Ha publicado 43 artículos y más de 20 libros en una docena de países.



Universidad  
del País Vasco

Euskal Herriko  
Unibertsitatea

Nazioarteko  
Ikasketen  
Katedra



Cátedra  
de Estudios  
Internacionales



Bizkaiko Foru Aldundia  
Diputación Foral de Bizkaia