

LA CRISIS DE LA DEUDA PÚBLICA EN LA UNIÓN MONETARIA EUROPEA¹

JESÚS GARMENDIA IBÁÑEZ

Dpto.: Economía Aplicada V (UPV/EHU)

RESUMEN

En el artículo se repasan los episodios más críticos vividos en los mercados de la zona euro durante la crisis de la deuda pública, desatada tras la suspensión de pagos de Dubai; y se muestran las razones principales del fracaso de los intentos sucesivos de las autoridades europeas para restablecer la confianza en la solidez de las finanzas públicas de Grecia e Irlanda. Las dudas sobre la solvencia de estos dos países, la inexistencia de un mecanismo de reestructuración ordenada de deudas públicas en la Unión Monetaria Europea y el riesgo de contagio a otros miembros de la misma (empezando por Portugal y España) ha forzado el giro de las autoridades europeas hacia una reforma institucional profunda, todavía en curso, de la UME.

Palabras clave: Mecanismo Europeo de Estabilización, Facilidad Europea de Estabilidad Financiera, cláusula de “no bail-out”, semestre europeo, eurobonos, Unión Monetaria Europea, BCE, política monetaria, política fiscal.

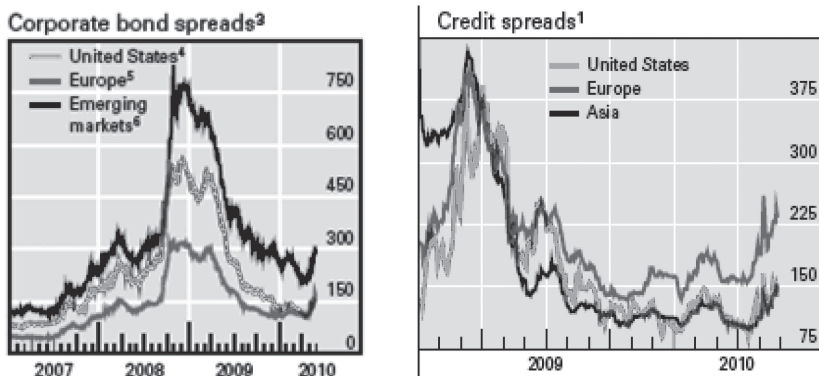
1. LA AGENDA DEL CONSEJO

En el otoño de 2009 se había superado, a duras penas, la intensa contracción de la actividad económica que sucedió al colapso financiero provocado

1. Este trabajo se ha llevado a cabo dentro del marco general del Grupo de Investigación Consolidado “Derechos Fundamentales y Unión Europea”, GIC07/86-IT-448-07, dirigido por el profesor Gurutz Jáuregui Bereciartu.

por la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008. La rápida intervención de los gobiernos y los Bancos Centrales en el segundo semestre de 2008 resultó decisiva para evitar el pánico financiero. Aunque el regreso a la normalidad de los mercados financieros fue lento, la tensión vivida en los mercados interbancarios se había aliviado mucho y las primas de riesgo soportadas por las emisiones de deuda eran bastante más bajas que en la primavera. La recuperación de las cotizaciones bursátiles, entidades financieras incluidas, también había sido notable a lo largo del año. Lo peor de la crisis parecía haber quedado atrás. Como el sector financiero presentaba una apariencia bastante menos deprimente que meses atrás, los banqueros decidieron que había que celebrar la mejoría y volvieron a embolsarse unos buenos incentivos. Para que no se quejaran los accionistas, les repartieron también unos jugosos dividendos.

Gráfico I: INDICADORES DE TENSIÓN FINANCIERA



Primas de los bonos con grado de inversión, en puntos básicos

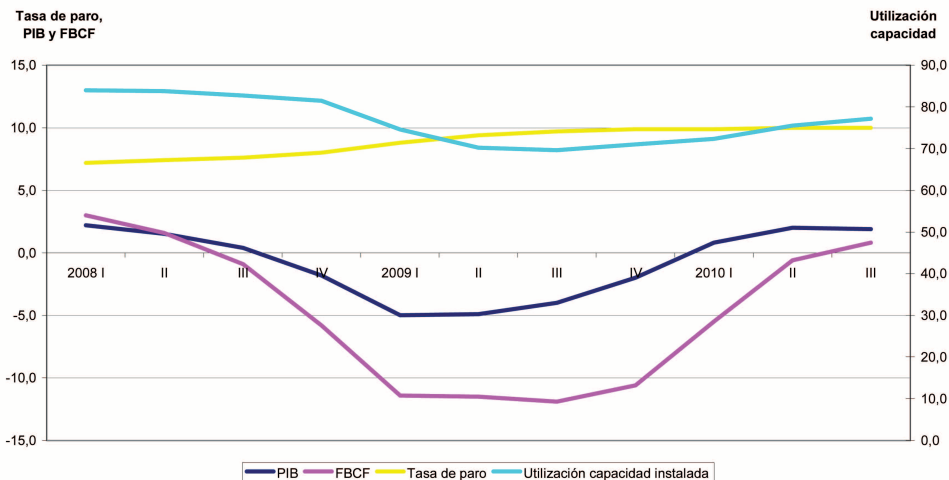
Media ponderada simple de los diferenciales de los CDS bancarios, en puntos básicos

Fuente: Informe anual del Banco de Pagos Internacionales 2009/10, 28 de junio de 2010.

Salvar las apariencias de la situación económica resultaba bastante más difícil que maquillar los balances financieros. Aunque la Unión Monetaria Europea había salido de la recesión en el cuarto trimestre, se trataba de una recuperación lenta (el PIB sólo creció un 0,2% trimestral) y ni siquiera segura (puesto que esa tasa suponía una desaceleración con respecto al crecimiento del tercer trimestre, que había sido de un 0,4% trimestral). La inversión seguía disminuyendo y el porcentaje de utilización de la capacidad instalada industrial era muy bajo. El desplome de la demanda de

crédito revelaba la debilidad de las expectativas de crecimiento que dominaban en el ánimo de empresarios y consumidores. La tasa de paro no cesaba de aumentar y se había acercado ya al 10% de la población activa. Con todo, en el contexto de las enormes perturbaciones financieras soportadas en dos años y medio por el sistema económico, aquella situación también podía interpretarse como propia de un comienzo del regreso a “la normalidad”.

Gráfico 2: EVOLUCIÓN MACROECONÓMICA DE LA ZONA EURO
(PIB y FBCF, en tasa de variación interanual;
Tasa de paro, en porcentaje de la población activa;
Utilización de la capacidad, en porcentaje de la capacidad instalada)



El Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (TFUE) había modificado el marco institucional de la UE y las nuevas reglas, procedimientos e instituciones entraban en vigor en 2010. Para facilitar el experimento de copresidencia que se ponía en marcha, el Consejo de la Unión Europea de 27 noviembre de 2009 fijó el rumbo a seguir durante los dieciocho meses de las presidencias española, belga y húngara. En relación con los “Asuntos económicos y financieros”, el Consejo instaba a centrarse “en el seguimiento del Plan Europeo de Recuperación Económica, incluidos los planes de rescate financiero, una salida adecuada de las medidas de ayuda pública, las medidas presupuestarias y las reformas estructurales”. La salida de la crisis, el reto del envejecimiento demográfico y la consolidación del mercado único eran, pues, las preocupaciones fundamentales. La aplicación correcta del Plan de Estabilidad y Crecimiento se consideraba decisiva para llevar a la Unión Europea por una senda de crecimiento sostenible; y la coordinación de las

políticas económicas, imprescindible para generar sinergias, evitar distorsiones de la competencia y garantizar una igualdad de condiciones suficiente. Expresamente se hacía constar que “la aplicación de la Directiva de servicios es un elemento clave para completar el mercado interior de los servicios, así como para mejorar la competitividad en toda Europa”.

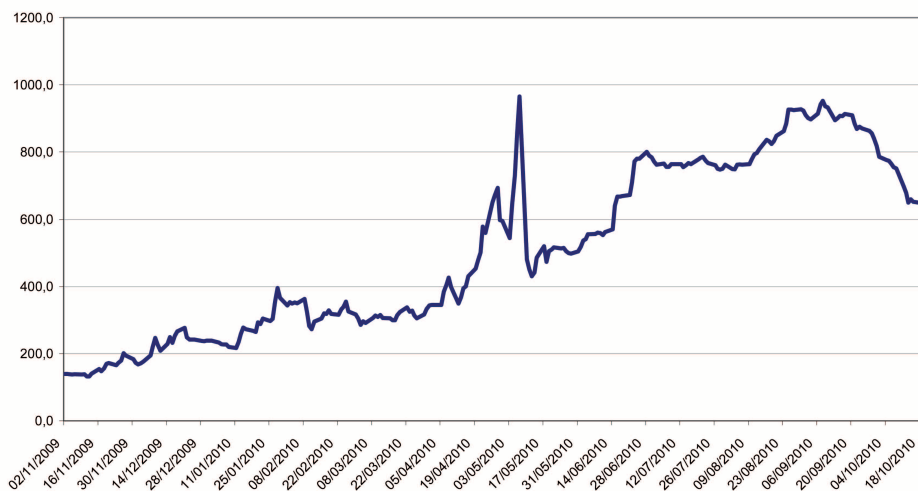
En relación con los mercados financieros, el mandato del Consejo insistía en “la coordinación de los paquetes de ayuda al sector financiero y de las estrategias de salida”, la necesidad de “una amplia reforma de la normativa relativa a los servicios financieros, para impedir que se repita la crisis y para restablecer la confianza en el sector financiero” y atribuía “la máxima importancia” a la creación de “un nuevo marco europeo para la macro y micro supervisión prudencial”, que debería entrar en funcionamiento antes de finalizar el año 2010. A este respecto, una “Comisión Europea de Supervisión (CES) para la banca, los seguros y los valores” se encargaría del seguimiento de los riesgos a nivel microeconómico; y una “Junta Europea de Riesgos Sistémicos” evaluaría “las posibles amenazas a la estabilidad financiera”.

Así pues, a finales de 2009, aunque los imperativos de la crisis determinaban todavía la mayor parte del orden del día, la relajación de las tensiones financieras dejaba un margen para tratar de los asuntos habituales en las grandes citas europeas. Cuando muchos soñaban con una vuelta a la situación dorada anterior y se hablaba cada vez más de una retirada ordenada de las medidas excepcionales, estalló la crisis de Dubai. La moratoria de pagos de la deuda del emirato, solicitada en noviembre de 2009, terminó con la luna de miel que mantenían los gobiernos con los mercados de deuda pública. El riesgo de impago de las deudas soberanas saltó con estruendo al centro del escenario y, desde entonces, acaparó la atención de los operadores en todos los mercados.

2. EL RESCATE A GRECIA

2010 comenzó según lo programado por el Consejo, pero el deterioro creciente de la crisis griega impuso muy pronto un orden de prioridades diferente. En el mes de febrero, el gobierno griego estaba a punto de perder el control de las finanzas públicas y los líderes europeos le echaron un capote con sucesivas e inútiles declaraciones de apoyo. La primera ratificación formal del respaldo a Grecia se hizo esperar hasta el 25 de marzo, cuando se comunicó el acuerdo propuesto por la Comisión Europea y secundado por el FMI, el presidente del BCE y la canciller alemana. El anuncio no consiguió contener la avalancha ni siquiera después de la aprobación de un duro plan de saneamiento del presupuesto público griego.

**Gráfico 3: DIFERENCIAL DEL BONO GRIEGO A 10 AÑOS
(con respecto al bono alemán, en puntos básicos)**

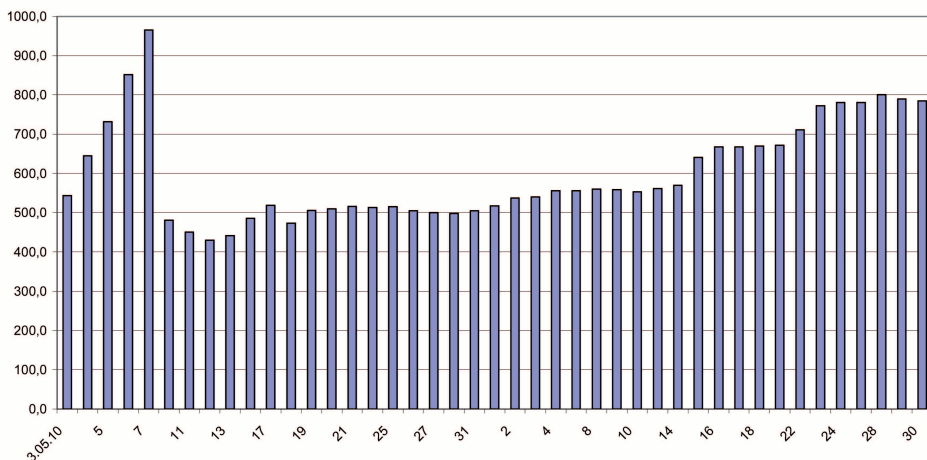


El 11 de abril, el Eurogrupo anunció el primer compromiso oficial de préstamos bilaterales de los socios, por un importe de 30 mil millones de euros en el primer ejercicio, susceptible de nuevos préstamos en los años sucesivos. El FMI, a su vez, podría prestar hasta 15 mil millones adicionales. Los préstamos se abrirían a petición de Grecia, serían condicionales y se ofrecerían a tipos de interés inferiores a los de mercado, en el momento del anuncio. Que la medida fuera aprobada en una reunión extraordinaria indica hasta qué punto fue forzada por la presión de los operadores de los mercados, algo que no impidió al Presidente del Eurogrupo, Jean-Claude Juncker, felicitarse por la rapidez con que se había concretado el acuerdo de finales de marzo. El comisario de Asuntos Económicos y Monetarios, Olli Rehn, fue más comedido. Cuando se le preguntó si no debían haber actuado antes, se limitó a constatar que “la política es el arte de lo posible y eso se aplica también a la política económica”. “Estamos satisfechos de cómo se han hecho las cosas”, dijo. Pero precisamente por la imposibilidad de creer que el monto aprobado fuera suficiente para cubrir las necesidades de financiación griegas, fracasó también aquel nuevo intento de llevar la calma a los mercados. Pronto hubo que elevar el importe y anunciar un nuevo paquete.

El 2 de mayo se aprobó un nuevo plan de consolidación fiscal trienal, negociado con la UE, el BCE y el FMI, con un límite de préstamo de 135 mil millones de euros, el triple del monto inicial. Fue el reconocimiento tardío de la más que evidente incapacidad del gobierno griego para refinanciar su deuda pública en los mercados internacionales desde hacía meses. Los 45 mil

millones puestos a disposición de Grecia en 2010 bastarían, probablemente, para cubrir sus necesidades de liquidez; pero el plan de consolidación fiscal seguía siendo inverosímil. La magnitud de su endeudamiento, el insuficiente ahorro interno, el escaso efecto multiplicador del comercio exterior en una economía tan cerrada como la griega, más una perspectiva de estancamiento del PIB en el mejor de los casos, hacían increíble el objetivo de convertir un déficit de 13,6% del PIB a finales de 2009 en un 3,6% del PIB en el año 2013. Incluso cumpliéndose todas las hipótesis del plan de ajuste, la deuda bruta de las administraciones públicas griegas alcanzaría el 145% del PIB en 2013 (Buitier y Rabari, 2010). El plan de rescate tampoco era creíble.

**Gráfico 4: EFECTO DE LAS MEDIDAS DE MAYO
EN EL DIFERENCIAL DEL BONO GRIEGO A 10 AÑOS
(con respecto al bono alemán, en puntos básicos)**



El tres de mayo el BCE comunicó que continuaría aceptando los bonos griegos como colateral de sus préstamos, a pesar de la degradación de su calificación. El diez de mayo anunció su disposición a comprar deuda pública en el mercado secundario, una decisión que justificó pudorosamente por la necesidad de “restaurar un mecanismo apropiado de transmisión de la política monetaria”. Ese mismo fin de semana, las autoridades europeas hicieron pública la creación de un Mecanismo Europeo de Estabilización. La prima de riesgo de la deuda pública griega reaccionó inmediatamente a estas decisiones. El diferencial del bono público griego a diez años con respecto al bono alemán pasó de 965 puntos básicos el día siete de mayo, a 481 puntos tres

días después. Aunque estas medidas resultaron más efectivas que el plan de rescate, no pudieron impedir que a mediados de junio el diferencial del bono griego retornara a su senda ascendente anterior.

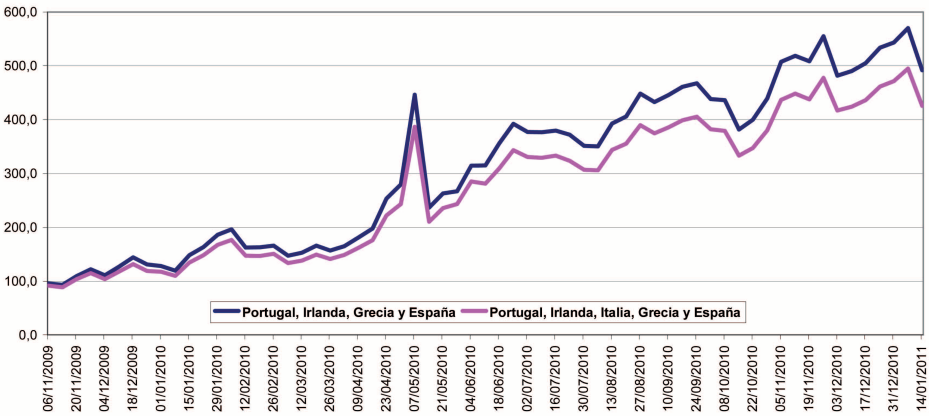
3. LA CREACIÓN TEMPORAL DE UN MECANISMO EUROPEO DE ESTABILIZACIÓN

Tan solo una semana después de la aprobación del plan de rescate a Grecia, la inestabilidad de los mercados de deuda pública de la zona euro llevó a la creación de un Mecanismo Europeo de Estabilización, de carácter temporal, durante el fin de semana del 9-10 de mayo. La Facilidad Extendida de Crédito con dificultades de balanza de pagos, ya existente para países miembros de la Unión Europea y dotada con 60 mil millones de euros, se entendió aplicable al caso. La novedad y la pieza esencial del Mecanismo fue la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera (la EFSF, en sus siglas inglesas), a través de la cual los países del euro garantizaban la deuda a emitir por un vehículo especial, creado al efecto, hasta los 440 mil millones de euros. Los fondos obtenidos con las emisiones del vehículo se emplearían para los préstamos condicionales a los socios con dificultades de pagos de deuda soberana que recurrieran voluntariamente a la EFSF. La dotación del vehículo podría ampliarse con la aportación eventual del FMI, hasta un máximo de otros 250 mil millones de euros. En total, por tanto, el Mecanismo podría disponer de 750 mil millones de euros para el préstamo, durante los tres años siguientes. Este periodo de vigencia inicial de la EFSF podía ampliarse, si las circunstancias lo exigían.

Las intervenciones del BCE, con su política de sostenimiento de la liquidez y sus compras de deuda pública en los mercados secundarios, constituye el segundo pilar del Mecanismo de contingencia creado en mayo. Las decisiones del BCE a este respecto se han dejado notar siempre en los mercados (especialmente, en mayo y diciembre).

El anuncio de un respaldo de un billón de dólares (al cambio del euro de entonces) y las medidas del BCE impresionaron en los mercados y sirvieron para reducir la presión sobre las nuevas emisiones de deuda pública en un primer momento. Pero pronto resurgieron las dudas, a medida que fueron evaluados los detalles del acuerdo. Apenas una semana más tarde, ya estaban creciendo otra vez las primas de riesgo exigidas a los gobiernos con problemas para refinanciar sus deudas. No faltaban, en efecto, motivos para la inquietud.

Gráfico 5: MEDIA DE LOS DIFERENCIALES DE LOS BONOS A DIEZ AÑOS DE PORTUGAL, IRLANDA, ITALIA, GRECIA Y ESPAÑA (con respecto al bono alemán, en puntos básicos)



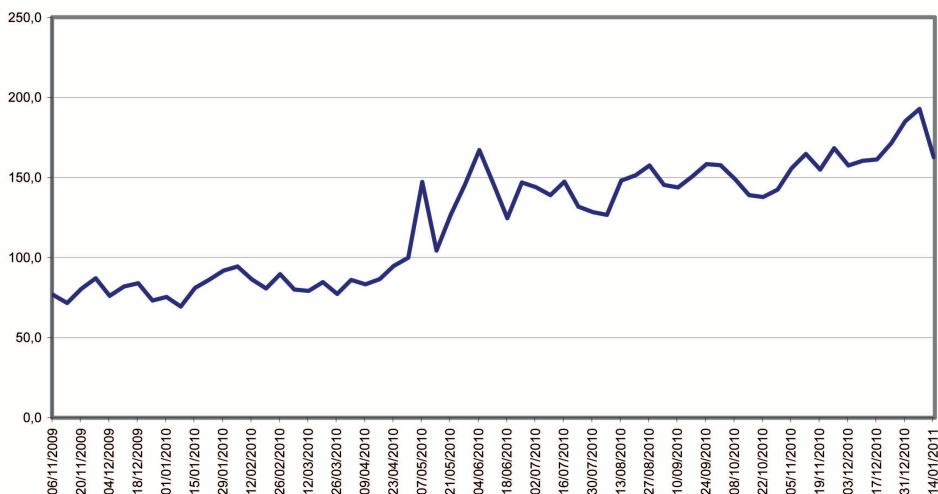
Los préstamos al socio acogido a la EFSF son bilaterales. En mayo de 2010, una parte de la garantía de las emisiones del vehículo creado venía de socios con problemas que avalaban a otros socios en una situación aún más comprometida. No era nada descartable que los socios con problemas incumplieran sus obligaciones con el Mecanismo. El coste de colocar sus propias emisiones podía superar a la rentabilidad del préstamo que se otorgaba, a través de la Facilidad, al socio en peor situación. En tales condiciones, carecía de sentido que se endeudaran ellos mismos para prestar al socio en dificultades mayores. La cuestión clave era si había o no una garantía conjunta de los gobiernos de la zona euro, respaldando las emisiones del vehículo. Las garantías explícitas eran bilaterales y no estaba nada claro cuál sería la responsabilidad de los restantes garantes en el caso de que uno o más de los avalistas fueran incapaces de atender a su compromiso de respaldar al prestatario con problemas de pago.

Por otra parte, como sólo las deudas públicas de Alemania, Austria, Finlandia, Francia, Holanda y Luxemburgo eran de la máxima calidad, para asegurar a las emisiones del vehículo la máxima calificación crediticia de las agencias de rating, se decidió que la garantía cubriera el 120% de la deuda emitida. Por consiguiente, si del importe total de 440 mil millones de euros se restaba lo ya prestado a Grecia, más la reserva de caja prudencial, se reducía bastante el tope de fondos prestables con la Facilidad creada. Como mucho, el importe máximo de emisión quedaría en torno a los 350 mil millones. Con los datos disponibles en mayo, un importe así alcanzaba a cubrir la suma total de las necesidades de financiación de Grecia, Portugal, España e Irlanda entre 2010 y 2013, sólo en las estimaciones menos alarmantes de las mismas.

Más dudas todavía suscitaba el bajo crecimiento que se pronosticaba para estos países. Cuando los tipos de interés de la deuda pública crecen por encima del crecimiento nominal del PIB de los prestatarios, el endeudamiento público acumulado aumenta a menos que lo impida el superávit primario del presupuesto público. Al coincidir el ajuste presupuestario con unos años de estancamiento (en el mejor de los casos), se necesitaría una austeridad fiscal extrema. A la altura de mayo, el gobierno griego, y quizá también el portugués, parecían enfrentados a problemas de solvencia y no sólo de liquidez. La situación de Irlanda y España parecía, en principio, menos crítica; pero también allí el ajuste fiscal tendría un coste social muy alto, como ya se estaba viendo en Irlanda.

En los países con problemas de liquidez, el Mecanismo creado en mayo podía tender un puente hasta la recuperación, siempre que no se retrasara mucho. Pero tampoco se podía asegurar que fuera útil para ganar tiempo. Por una parte, la creación del Mecanismo supone, en sí misma, un reconocimiento implícito de la posibilidad de incumplimientos de pago de deudas públicas en la UME. Por otra, en los casos de incumplimiento de pagos de los gobiernos acogidos a la Facilidad, los tenedores de la deuda emitida por esos países quedarían ahora en una posición subordinada ante los gobiernos garantes del vehículo o ante el FMI. El Mecanismo podía ser un obstáculo, en vez de un apoyo, como ilustra la trayectoria de la prima de riesgo del bono italiano, cuya pendiente cambia con claridad a partir de mayo.

**Gráfico 6: DIFERENCIAL DEL BONO ITALIANO A DIEZ AÑOS
(con respecto al bono alemán, en puntos básicos)**



En todo caso, ayudara o no a los gobiernos con dificultades de liquidez, de poco iba a servir a los países insolventes y no se había previsto ninguna reestructuración ordenada de sus deudas. Un incumplimiento de pagos podría contagiar a las calificaciones de las deudas emitidas por otros garantes del vehículo creado para la Facilidad, de un modo análogo a lo que sucedió en los CDO tras la descalificación de las deudas hipotecarias en el verano de 2007.

Como se ve, sobran razones para temer que aumentarían las dificultades de refinanciación de los países acogidos a la Facilidad. La gravedad de la crisis y una Facilidad con tantas incertidumbres como la creada han impedido el retorno de la confianza a los mercados. El cambio de política del BCE sólo proporcionó una breve tregua. Por eso, en vez de disminuir, las primas de riesgo y la volatilidad de las deudas públicas europeas retornaron enseguida a la trayectoria creciente de los meses anteriores.

4. EL ACUERDO PARA REFORZAR LA COORDINACIÓN DE LA POLÍTICA ECONÓMICA

La búsqueda de una solución a los problemas de refinanciación de la deuda pública obligó a los socios a enfocar el gobierno de la Unión Europea con una perspectiva más global. El acuerdo del 12 de mayo reconoció la importancia de los desequilibrios de la balanza corriente en la zona euro y la dificultad de desincentivar la apelación creciente de los países en déficit a la financiación externa. O lo que viene a ser casi lo mismo, la insuficiente autorregulación de los mercados y las carencias del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC).

Un sistema financiero que opera con incentivos inadecuados y de corto plazo, que está mal regulado y supervisado y cuenta, además, con el rescate público, tiende a excederse en su política de inversión. La autorregulación y la disciplina del mercado no bastan para impedir la asunción de riesgos excesivos en las entidades financieras. La rebaja de la calificación de las emisiones de las compañías que invierten alegremente es sólo una cuestión de tiempo. Tarde o temprano, esos títulos dejarán de ser activos aptos como colateral y la refinanciación de los pasivos de las entidades imprudentes se tornará problemática. Si la crisis financiera es general, el salvamento necesario para evitar el colapso de los mercados empeorará el saldo de las cuentas públicas. La refinanciación de la deuda pública se convierte entonces, fácilmente, en un problema nacional. En la Unión Monetaria Europea, si varias naciones adolecen simultáneamente de estas dificultades, el asunto deja de ser nacional y se convierte en un problema común, porque las operaciones del BCE se realizan con los bonos de los gobiernos de la zona euro. En tales circunstancias, la solución del problema común requiere un enfoque común.

En esa situación se encontraba la UME en mayo de 2010, e incluso desde varios meses antes. Como es lógico, la coordinación de la política fiscal y el cumplimiento y reforzamiento del PEC constituyeron el núcleo central del acuerdo del 12 de mayo. Pero, por primera vez, también se consideró imprescindible prevenir y corregir los desequilibrios macroeconómicos y se estableció, desde 2011, un marco estable de gestión de la crisis. Con el nuevo “semestre europeo” no se trataría de una vigilancia ex-post, como antes, sino de coordinar ex-ante las políticas fiscales nacionales. La evaluación periódica y la coordinación previa, la elaboración de indicadores de alerta de riesgos sistémicos que faciliten una acción preventiva, el mayor énfasis en los niveles de endeudamiento... eran elementos nuevos que perfeccionaban el marco institucional de la política económica en la zona euro. En principio, el nuevo marco resulta más adecuado para gestionar la salida de la crisis.

Dada la situación de los mercados de deuda pública de la zona euro, era comprensible la insistencia del acuerdo en considerar el Procedimiento de Déficit Excesivo como piedra angular del nuevo enfoque. Pero ello no justifica una política de austeridad a ultranza en la Unión Monetaria Europea (Koo, 2010). La primera formulación del PEC ya tuvo que revisarse en 2005 por ser demasiado estricta (a instancias de Alemania, por cierto). Y la propia evolución de las cuentas públicas griegas e irlandesas en 2009 y 2010 evidenciaba la dificultad de reducir el déficit público en un contexto de bajo crecimiento económico, crisis bancaria y desconfianza. Una cosa es tener en cuenta que los operadores de los mercados votan continuamente (y en ocasiones, con los pies, retirándose a marchas forzadas); y otra, aceptar el falso dilema de “estabilidad o crecimiento”. Hay gastos públicos imprescindibles para crecer (y, más aún, para hacerlo de modo sostenible), que requieren impuestos y otros ingresos públicos para financiarlos; y también argumentos para defender la conveniencia de políticas fiscales redistributivas para apoyar la demanda en circunstancias críticas como la actual. Si la política de austeridad fiscal se generaliza y acentúa, la zona euro se verá abocada al estancamiento. El Pacto debe buscar la estabilidad, pero también el crecimiento².

2. La Estrategia Europea 2020, propuesta por la Comisión el 3 de marzo pasado, en su formulación actual, es un catálogo de buenos deseos sin terreno abonado donde convertirse en realidad, poco más que una edición revisada y actualizada de la Agenda de Lisboa. Habrá que ver en qué se concreta (si se concreta en algo) el “pacto de competitividad” anunciado por el presidente de la Comisión Europea el doce de enero de 2011.

5. HACIA UNA REFORMA INSTITUCIONAL PROFUNDA

Los intentos del segundo semestre por recuperar la confianza de los operadores de los mercados corrieron la misma suerte que en el primero. El 23 de julio se publicaron los resultados de las pruebas de *stress* realizadas a los bancos de la Unión Europea, en cumplimiento del acuerdo del Comité Europeo de Supervisión Bancaria. Como había sucedido en mayo tras la creación de la Facilidad Europea de Estabilización Financiera temporal, los resultados tuvieron una acogida muy favorable de los operadores en un primer momento. La media de las primas de riesgo de Grecia, Irlanda, Portugal y España con respecto a Alemania pasó de 377 puntos básicos el 22 de julio a 337,8 seis días después. Pero también, igual que en mayo, la confianza de los primeros días se evaporó pronto, en cuanto se difundieron las hipótesis de crecimiento del PIB manejadas, los amables descuentos aplicados a algunos activos críticos y la exclusión de los impagos de deuda soberana en la zona euro del cuadro de los supuestos contemplados. Al cabo de pocos días, el descenso inicial de las primas de riesgo se interrumpió, ante la poca adecuación a la realidad de unas pruebas que eludían enfrentar a los bancos a supuestos de tensión que no podían descartarse. Enseguida retomaron la trayectoria creciente, previa a la publicación de los resultados.

Los debates sobre el establecimiento de criterios operativos para la reducción del endeudamiento público y acerca de la disminución de los desequilibrios de balanza de pagos se sucedieron a lo largo del verano, en el seno del Grupo Especial sobre Gobernanza Económica³. Se examinaron las posibles sanciones por el incumplimiento de las recomendaciones, el carácter automático o no de las mismas y los procedimientos para su aprobación. A finales de septiembre se estaba lejos del acuerdo hasta en los temas más debatidos (como el reforzamiento del PEC, por ejemplo). Para colmo, Irlanda había dado a conocer el coste de su rescate bancario, que disparaba el déficit público del año 2010 muy por encima de lo programado. El 28 de septiembre, la media de las primas de riesgo de Grecia, Irlanda, Portugal y España con respecto a Alemania se había ampliado ya a 481,4 puntos básicos. El ensanchamiento continuo de los diferenciales indujo a la Comisión a hacer pública su propuesta de endurecer el PEC, mediante la incorporación de reglas de aplicación más automáticas y sanciones más severas.

3. Más conocido como *Task Force* o Grupo de Trabajo, se reunió por vez primera el 21 de mayo de 2010. Lo componen los presidentes del Consejo, de la Comisión de Asuntos Monetarios, del BCE y del Eurogrupo, más los representantes de los 27 países miembros (normalmente, sus ministros de Hacienda). Su cometido consiste en elaborar propuestas para: 1) reforzar la disciplina presupuestaria; 2) reducir las divergencias en competitividad; 3) establecer un mecanismo anti-crisis efectivo; y 4) garantizar la gobernanza adecuada de la Unión Europea.

El anuncio de la Comisión abrió un periodo de calma que duró hasta el dieciocho de octubre, fecha de la reunión de Merkel y Sarkozy en Deauville. Ese día, la media de las primas de riesgo de Grecia, Irlanda, Portugal y España (con respecto a Alemania) estaba en 371,8 puntos básicos. En el comunicado conjunto de la reunión, ambos líderes mostraron su disposición a suavizar el automatismo de la aprobación de las multas (cuando ese automatismo de las sanciones había sido lo que tranquilizó a los operadores) y a involucrar a los inversores privados en los costes de los futuros rescates en la UME (algo que, hasta ese momento, los operadores sólo habían contemplado como una posibilidad). Por muchas razones que puedan avalar ambas propuestas, anunciarlas en aquel contexto fue un disparate que vertió más combustible sobre unos mercados ya incendiados. Además, un desatino como aquel, sólo comprensible en clave electoral, reveló el orden de prioridades de los dos mandatarios. Si, para ganar las elecciones, ambos estaban dispuestos a arriesgar la solidez de la Unión Monetaria Europea, la conclusión estaba clara: su compromiso con el proyecto de integración europea era débil. Una vez más, ante un conflicto de objetivos, los gobiernos democráticos sacrificaban los objetivos externos para alcanzar los objetivos internos.

El desliz se corrigió después, con la aclaración de que la implicación privada en las quitas de los bonos públicos de la zona euro se limitaría a las emisiones posteriores a la extinción de la Facilidad creada en mayo. Pero el daño estaba hecho. Los operadores rompieron la tregua tras el comunicado de Deauville y comenzó una nueva fase de la crisis, en la que se vieron especialmente perjudicadas las haciendas públicas de Irlanda, Portugal y España.

El Consejo Europeo de 28 y 29 de octubre insistió en los asuntos relacionados con la disciplina fiscal (instando a una evaluación urgente del impacto de las reformas de los sistemas de pensiones en las cuentas públicas y su efecto en los programas de estabilidad presupuestaria) y se marcó el verano de 2011 como fecha límite para la aprobación por el Consejo y el Parlamento europeos de las propuestas legislativas de la Comisión. Pero la amenaza de la extensión del contagio obligó a ir más allá del PEC. El Mecanismo temporal creado en mayo sería sustituido, al expirar su plazo de vigencia inicial de tres años, por un Mecanismo distinto y permanente. El mecanismo anti-shock se incorporaría en el artículo 122.2 del TFUE, mediante una “modificación limitada del Tratado” que no contraviniera el artículo 125 del TFUE (es decir, sin perjuicio de la famosa cláusula de “no bail-out”, o principio de “no responsabilidad financiera”), algo imprescindible para que la reforma encajara en la Constitución alemana. Se encargaba también a la Comisión de los trabajos preparatorios “del nuevo mecanismo futuro, como por ejemplo el papel del sector privado, el papel del FMI y las condiciones muy estrictas en las que deben funcionar estos programas”.

Los acuerdos principales del Consejo Europeo de 16 y 17 de diciembre, a efectos de la superación de la crisis de la deuda pública, fueron los siguientes: 1) reiterar el compromiso de presentar las propuestas legislativas necesarias para la reforma de la gobernanza de la zona euro antes de finales de junio de 2011; 2) confirmar el acuerdo de octubre por el cual la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera y el Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera serán sustituidos, a la extinción de aquellos en junio de 2013, por un Mecanismo Europeo de Estabilidad permanente; 3) utilizar este mecanismo permanente (y renunciar al uso del artículo 122, apartado 2, del TFUE), cuando se trate de salvaguardar la estabilidad financiera de la zona del euro en su conjunto; 4) aprobar la redacción del proyecto de decisión para la modificación requerida del TFUE y la puesta en marcha inmediata del procedimiento simplificado de revisión consiguiente (según el art. 48, apdo. 6, del TUE), con objeto de que la decisión pueda ser adoptada en marzo de 2011; 5) emplazar al Ecofin y a la Comisión a concluir en marzo de 2011 la propuesta de acuerdo intergubernamental sobre el Mecanismo Europeo de Estabilidad permanente.

El cumplimiento de estos acuerdos en los plazos fijados aportaría una reforma notable del marco institucional de la política económica en la UME y en la UE. El pilar económico resultaría reforzado y la Estrategia Europa 2020 podría encontrar menos obstáculos para su implementación. Pero la reforma del Mecanismo de mayo, por sí sola, es incapaz de solucionar los defectos estructurales de la Unión Monetaria Europea (Eichengreen, 2007).

Ni el “semestre europeo”, ni un mecanismo anti-crisis permanente, sea cual sea su dotación, bastan para contrarrestar los defectos estructurales de la UME (Krugman, 2011). Los operadores de los mercados no cuestionan sólo la capacidad de devolución de las deudas públicas de los estados afectados por la crisis, sino su permanencia en la unión. En definitiva, lo que se pone en duda es la viabilidad de la propia UME.

Convertir en permanente el mecanismo temporal de mayo, proporciona un marco para la reestructuración ordenada de las deudas públicas de la zona euro. No se puede tratar indefinidamente los problemas de insolvencia como si fueran sólo problemas de liquidez. Pero disponer de un mecanismo permanente no aliviará las primas de riesgo de un modo automático, porque lo que debe reducirse es la probabilidad de los incumplimientos. La presión podría incluso agravarse, pues ahora se contempla como ordinaria una posibilidad que el tratado excluía antes explícitamente. Además, por muy ambigua que sea la fórmula que se adopte, con “cláusulas de acción colectiva” incorporadas a las emisiones posteriores a junio de 2013, los acreedores privados estarán ahora más expuestos que antes a una participación en los costes de las reestructuraciones. También habrá más cautela con las emisiones anteriores, porque los tenedores de deudas con vencimientos posteriores a junio de 2013 quedarían, en caso de incumplimiento, en una posición subordinada ante el

FMI, los acreedores de la FEEF y el BCE. El propio BCE se situaría tras el FMI y los acreedores de la FEEF en caso de *default*, según el comunicado del Eurogrupo de 28 de noviembre de 2010⁴.

En las circunstancias actuales, sean o no países acogidos a la FEEF, se requieren programas creíbles de reducción del déficit y del endeudamiento públicos. No los habrá sin políticas de crecimiento económico que mejoren el saldo automático y sin un marco institucional que garantice el control adecuado de las cuentas públicas en la UE. El nuevo marco del “semestre europeo” y las propuestas de reformas institucionales que se están barajando pueden proporcionar una mayor coordinación ex-ante de la política fiscal, un seguimiento presupuestario más riguroso ex-post y un régimen de sanciones más creíble. El control más estricto de las cuentas públicas en la zona euro y cierta “centralización” de la política fiscal son reformas imprescindibles no sólo para superar la crisis actual. El PEC trató de cubrir las carencias estructurales que presentaba la UME en su frente presupuestario, desde su creación (AA.VV., 2003). El fracaso del PEC exigía la reforma en curso. La crisis de la deuda pública no ha hecho más que acelerarla.

Otro tanto cabe decir de la inexistencia de un prestamista en última instancia del sistema financiero en la UME. Desde el principio, se excluyó al BCE del desempeño de esta función. Un marco nacional de regulación y supervisión, para unas entidades transnacionales que operaban en un espacio de libre movilidad de los capitales, era claramente inadecuado. La relajación de la supervisión con fines proteccionistas era un riesgo potencial, que desgraciadamente se ha visto confirmado en la práctica (con el caso irlandés como el ejemplo más claro). Por otra parte, al hacerse las operaciones de mercado abierto en la UME con los títulos de deuda emitidos por los estados asociados, el sistema operaba expuesto a un alto riesgo moral. Tanto las entidades financieras, como las propias Administraciones Públicas, contaban con que el BCE se vería obligado a actuar como prestamista en última instancia, llegado el caso. Así ha sido, en efecto, tanto en la crisis bancaria desde 2008, como en la crisis de la deuda pública desde 2010.

La Unión Europea tiene un presupuesto común raquítico y carece de mecanismos presupuestarios de transferencia de recursos a los países en dificultades. Como la regulación y la supervisión de las entidades financieras, así como su eventual salvamento, eran una cuestión nacional, la mayor parte del peso de los rescates bancarios provocados por la crisis internacional y las crisis inmobiliarias ha recaído en las cuentas públicas nacionales. En los países más afectados, el déficit y el endeudamiento públicos han dado un salto

4. De ahí que, preocupado por la calidad de las garantías aportadas por los bancos que acuden a su facilidad de crédito, decidiera el 16 de diciembre ampliar capital (de 5.000 millones de euros a 10.760 millones), por si acaso.

vertiginoso y han disparado la alarma en los mercados. La política de austeridad que se han visto forzados a seguir reduce sus expectativas de crecimiento y retroalimenta las dudas sobre su capacidad de pago. Con un sistema económico poco flexible y una mano de obra con escasa movilidad, estos países se ven expuestos a un periodo de paro elevado y prolongado.

Una reforma profunda del Tratado que corrija las deficiencias estructurales de la UME es implantable en el momento actual. Sólo cabe seguir tapando las vías de agua para mantener la nave a flote. La creación de un Comité Europeo de Riesgo Sistémico y de autoridades supervisoras europeas, junto con la reforma del mecanismo de estabilidad financiera, son la única opción pragmática para corregir la inestabilidad intrínseca de una situación en la que, en palabras de Goodhart, “los bancos viven internacionalmente, pero mueren en casa”. Para que las crisis transnacionales sean tratadas a un nivel transnacional, las emisiones de la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera deben “mutualizarse”. Mientras tanto, la política de crédito y las compras de deuda pública del BCE deberán suplir la inexistencia de transferencias presupuestarias en la UME.

La propuesta de creación de un Fondo Monetario Europeo (FME) en la línea de los bonos Brady, efectuada por Mayer y Gros (2010), sería una forma de “mutualizar” las emisiones de deuda pública en la zona euro. Las deudas públicas problemáticas serían canjeadas, con el descuento correspondiente, por deudas emitidas por el FME. El fondo se haría cargo de las reclamaciones de pago contra el país en suspensión de pagos; y los fondos adicionales que recibiera el país, del propio FME o de la UE, quedarían sujetos a una fuerte condicionalidad. Este FME se financiaría con los aranceles aportados por los países cuyos déficit y endeudamiento públicos se excedieran de los límites fijados en el PEC.

Münchau (2008), por su parte, propone involucrar a la FEEF recién creada en la resolución de las crisis de la banca al por mayor de la zona euro. Para impedir la acumulación de desequilibrios de balanza de pagos dentro de la UME, se financiaría con exacciones sobre los desequilibrios de balanza por cuenta corriente (tanto los déficit, como los superávit). Aboga también por un subsidio de desempleo mínimo y común, complementario de los subsidios nacionales existentes, que ayude a absorber los choques asimétricos. La forma de financiar los rescates propuesta por Munchau incentiva tanto las políticas expansivas en los países con excedentes de balanza corriente, como las políticas de ajuste en los países con posición competitiva débil. Con ella se evita, por tanto, el sesgo recesivo existente en la propuesta de Gros y Mayer.

Las opciones anteriores pueden entenderse como formas embrionarias de unión fiscal. De Grauwe y Moesen (2009) son partidarios de afrontar el problema de cara y proponen emitir bonos con garantía conjunta para afrontar

las crisis financieras de la Unión Europea. Juncker y Tremonti (2010) propusieron fijar un tope del 40% del PIB de la unión para dicho stock de eurobonos en circulación. La resolución del Parlamento Europeo de dieciséis de diciembre, que respaldaba la creación del mecanismo permanente de estabilidad y la reforma precisa para su encaje jurídico, apoyó también “la creación de obligaciones europeas y pide establecer una agencia europea de estabilidad para hacer frente a la crisis de deuda soberana y salvaguardar un mercado europeo de bonos unificado”.

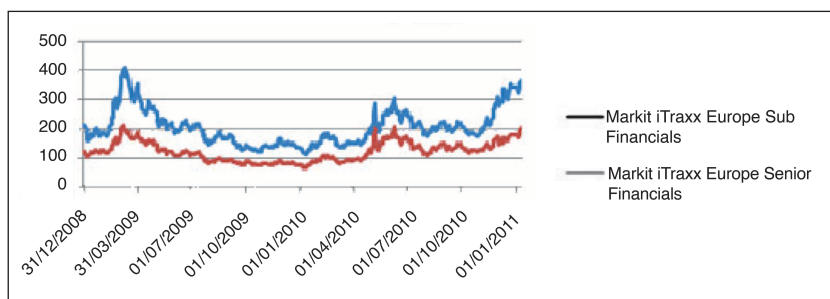
Todas estas propuestas comparten la preocupación por encontrar una salida a la crisis actual de la deuda pública en la zona euro y, a la vez, el deseo de afrontar las crisis de las entidades financieras transnacionales con una política fiscal común. Pero los principales garantes de la FEEF se oponen a aumentar su dotación y, por supuesto, tampoco desean emitir eurobonos con garantía conjunta. El BCE, a su vez, desea seguir teniendo las manos libres para decidir qué activos admite como colateral en su facilidad de crédito y teme que la creación de eurobonos ponga en peligro su independencia.

Mientras se busca cómo conciliar los intereses en conflicto, el tiempo corre. La continua elevación de las primas de riesgo aproxima los tipos de interés de los países afectados por la crisis a los niveles a los que se habrían financiado fuera de la UME. Más allá de cierto punto, las dificultades de pago pasarán a ser irrelevantes, porque los beneficios de incumplir pagos superarán los costes del incumplimiento. El BCE tampoco estará siempre al quite. La decisión de aumentar las compras de deudas públicas de la zona euro, tomada por el BCE en octubre, resultó ya muy controvertida y provocó el primer enfrentamiento público entre Trichet y Weber. El ciclo electoral también apremia las reformas institucionales de la UE. La expectativa de un paro elevado y persistente, el deterioro de las condiciones laborales, los recortes de prestaciones sociales, la subida de tasas e impuestos y la socialización de las pérdidas privadas componen un menú demasiado indigesto para los votantes. Además de hacer pronto las reformas imprescindibles, hay que acertar a la primera, porque es muy probable que los electores no estén dispuestos a dar a sus gobernantes una segunda oportunidad. El primer semestre de 2011 va a ser decisivo para el futuro de la UME.

La urgencia y la precariedad de la situación, sumadas al nacionalismo electoralista exhibido por los dirigentes de la Unión Europea en los últimos meses, dan pábulo al pesimismo. Pero también hay razones para confiar en que se saldrá del atolladero. Por un lado, son muchas las entidades financieras afectadas por la crisis de la deuda pública europea. Una extensión del contagio expondría ahora al sistema financiero mundial a un riesgo sistémico. El índice Markit iTraxx Europe Senior Financials mide el coste medio de asegurar contra el riesgo de impago una cesta básica compuesta por los bonos de máxima calificación emitidos por 25 bancos europeos. Como se puede

ver en el gráfico adjunto, este índice estaba a primeros de enero de 2011 en niveles similares a los momentos de mayor tensión vividos en los mercados financieros después de la quiebra de Lehman Brothers. En el caso de las emisiones de deuda subordinada, la proximidad del índice Markit iTraxx Europe Subordinated Financials a los niveles vistos en los momentos de máxima tensión (Amery, 2011) era aún mayor. Lo delicado de la situación hace más probable una solución cooperativa. Si la crisis se agrava, la Unión Europea no estará sola.

Gráfico 7: Markit iTraxx Europe Senior/Sub Financials (b.p.)



Además, y sobre todo, una hipotética ruptura de la UME modificaría de modo muy notable las condiciones de competencia en los países de la zona euro que hoy disfrutan de un holgado excedente en la balanza por cuenta corriente. Con tanto en juego, cabe abrigar la esperanza de que se encuentre a tiempo la solución que se busca, aunque el conflicto de intereses la retrase un tanto.

6. CONCLUSIÓN

En el momento actual, se necesita un compromiso firme de los líderes de la Unión Europea con el proyecto de integración, especialmente en la zona euro. Las uniones monetarias son productos históricos, no hechos irreversibles. Por mucho que se insista en que “afuera hace más frío”, los intereses nacionales enfrentados pueden terminar con ellas. Si la unión no se materializa en realidades visibles, los operadores de los mercados pondrán a prueba enseguida la proclamada voluntad de respaldo a los socios en dificultades. Si el compromiso político con el proyecto no existe, puede irse a pique más fácilmente de lo que se piensa. Debe recordarse que la Unión Monetaria Latina desapareció en 1873, tras ocho años de existencia (Einaudi, 2000).

Aunque las circunstancias actuales sean muy diferentes y mejores en muchos aspectos, aquel fracaso constituye un precedente muy a tener en cuenta en estos momentos.

7. BIBLIOGRAFÍA

- AMERY, P. (2011): “Half Empty Or Half Full?”, *IndexUniverse.com*, 11 de enero de 2011.
- AA.VV. (2003): *Economic and Monetary Union in Europe. Theory, Evidence and Practice*, M. Baimbridge y Ph. Whyman editores, Edward Elgar 2003.
- BUITER, W. y RABARI, E. (2010): “Greece and the fiscal crisis in the Eurozone”, Citigroup-CEPR, octubre 2010.
- DE GRAUWE, P. y MOESEN, W. (2009): “Gains for All: A Proposal for a Common Euro Bond”, *Intereconomics*, vol. 44, núm. 3, 2009.
- EICHENGREEN, B. (2007): “The Break-Up of the Euro Area”, NBER, Working Paper núm. 13393, junio de 2007.
- EINAUDI, L.L. (2000): “From the franc to the ‘Europe’: The attempted transformation of the Latin Monetary Union into a European Monetary Union, 1865-1873”, *Economic History Review*, LIII, 2.
- GROS, D. y MAYER, Th. (2010a): “How to deal with sovereign default in Europe: Create the European Monetary Fund now!”, Centre for European Policy Studies, núm. 202, 22 de febrero de 2010.
- GROS, D. y MAYER, Th. (2010b): “Towards a Euro(pean) Monetary Fund”, Centre for European Policy Studies, 17 de mayo de 2010.
- JUNCKER, J.C. y TREMONTI, G. (2010): “E-bonds would end the crisis”, *Financial Times*, 9 de diciembre de 2010.
- KOO, R. (2010): “Global economic slowdown grows more pronounced”, Nomura Co Ltd-Japanese Equity Research, flash report, Tokio, 16 de agosto de 2010.
- KRUGMAN, P. (2011): “Can Europe Be Saved?”, *The New York Times*, 12 de enero de 2011.
- MÜNCHAU, W. (2008): “The Case for a European Rescue Plan”, *Financial Times*, 6 de octubre de 2008.
- MÜNCHAU, W. (2010a): “How a mini fiscal union could end instability”, *Financial Times*, 12 de diciembre de 2010.
- MÜNCHAU, W. (2010b): “Fiscal union is crucial to the euro’s survival”, *Financial Times*, 14 de diciembre de 2010.

