



Letteris Pitarakis / Associated Press

Sobre la economía mundial

Depresión financiera en Europa

Alfredo Arahuetes*

Los efectos de la crisis financiera internacional en el área del euro: crisis de la deuda soberana, crisis fiscal, crisis del sistema bancario y de competitividad, ¿será el fin del euro?

La crisis financiera internacional provocada por la eclosión de la crisis *subprime*, en agosto de 2007, e intensificada tras los dramáticos acontecimientos de septiembre de 2008 (*Lehman Brothers*, *Washington Mutual Fund*, *Fannie Mae* y *Freddy Mac*, y *AIG*), alteró las condiciones de funcionamiento de la economía internacional y propició la crisis de los países de la eurozona a finales de 2009. Desde entonces el epicentro de la crisis financiera internacional se ha trasladado desde Estados Unidos a la eurozona y el panorama no acaba de despejarse más de dos años después. Los países directamente envueltos en esta

Era el comienzo de la crisis de la deuda soberana en Europa y el reflejo de que el nuevo escenario de la crisis financiera internacional se había trasladado de Estados Unidos al continente europeo.

crisis de la deuda soberana han sido Grecia, Irlanda, Portugal, España e Italia, pero se han registrado episodios de inestabilidad que han afectado a Francia, Bélgica y Austria. La naturaleza de la crisis ha reflejado que no estaba provocada solo por un excesivo endeudamiento público de algunos países, sino que la crisis fiscal, a su vez, ha contagiado al sistema financiero de la eurozona. Pero en el fondo de la crisis se encuentran los divergentes niveles de competitividad de los países que integran la zona euro. Es un ámbito de difícil corrección cuando las naciones que están en la moneda única no cuentan con la devaluación del tipo de cambio para recuperar la competitividad perdida. La eurozona ha dado respuestas incompletas a la crisis, lo que ha contribuido a agravarla aún más. La compleja naturaleza de la crisis, su falta de soluciones y su prolongación en el tiempo han provocado que esté puesta en cuestión la propia supervivencia del euro.

LA CRISIS DE LOS PAÍSES DE LA EUROZONA

La crisis financiera internacional, que colocó al borde del abismo a la economía mundial tras los dramáticos acontecimientos de septiembre de 2008 (*Lehman Brothers*, *Washington Mutual Fund*, *Fannie Mae* y *Freddy Mac*, y *AIG*), alteró las condiciones de funcionamiento de la economía internacional y, en particular, las de los países del área del euro. El nuevo contexto de súbita restricción financiera propició una brusca contracción del consumo así como la reducción de la inversión tanto en bienes de equipo como en construcción y, en los países más exportadores, una fuerte reducción de sus ventas externas. La intensa desaceleración del comercio mundial y del PIB que tuvo lugar provocó una destrucción de empleo, sobre todo en las economías avanzadas, que amenazaba con reproducir el perfil de desempleo alcanzado en la época de la Gran Depresión del periodo 1929-1933. Conscientes del riesgo del momento, y para evitar una nueva gran depresión internacional, se generó un amplio consenso en el G-20 y el FMI, favorable a la adopción de medidas de estímulo tanto por parte de los países desarrollados como de los países emergentes de la cuenca Asia-Pacífico y de América Latina. A lo largo de 2009 las economías reaccionaron bien a las medidas de es-

tímulo y la recuperación era un hecho tanto en los países industrializados –aunque con intensidad moderada– como en los países emergentes –menos afectados– de Asia y de América Latina.

En los últimos meses de 2009 los mercados estaban satisfechos con la rápida recuperación de las economías hasta el punto de dar por superada la situación que, apenas un año antes, amenazaba con colocar a los países en una senda de retorno a la economía de la depresión (parafraseando el libro de Krugman que lleva ese mismo título). Las nuevas expectativas propiciaron un cambio en el consenso sobre las políticas económicas a favor de una retirada de las medidas de estímulo fiscal, aceptando que la política monetaria sería suficiente para asentar la recuperación. A comienzos de 2010 los mercados financieros se hicieron eco de la situación de Grecia tras el afloramiento, por el nuevo gobierno de Papandreu, de la deuda ocultada por el gobierno anterior. Fue entonces cuando se produjeron los primeros temblores sobre de la deuda pública de este país, que ya había comenzado a suscitar serias dudas desde finales del verano de 2009. Todavía entonces parecía que el epicentro de la crisis financiera internacional continuaba en Estados Unidos pero, sin embargo, la crisis griega marcaba el comienzo de su traslado a Europa.

La crisis de las finanzas públicas en Grecia fue *in crescendo* en los primeros meses de 2010 y el Gobierno se vio obligado, en abril, a solicitar la ayuda financiera de los estados de la zona euro para evitar el *default*. Los países del euro, después de ciertas resistencias, pusieron en marcha el plan de rescate de Grecia. Pero lo más grave ya estaba en marcha: los mercados financieros manifestaron sus dudas sobre la situación financiera de los países periféricos de la eurozona –Irlanda, Portugal, España e Italia–. Los temores de *default* de estos países ocasionaron la venta a gran escala de su deuda pública, lo que provocó una brusca reducción de su cotización y el aumento de las primas de riesgo de las nuevas emisiones. Era el comienzo de la crisis de la deuda soberana en Europa y el reflejo de que el nuevo escenario de la crisis financiera internacional se había trasladado de Estados Unidos al continente europeo.

La crisis de la deuda soberana y las sombrías perspectivas de los cuatro países de la periferia de la zona euro se

extendió, por efecto contagio, a los mercados de capital en los primeros días del mes de mayo. Las fuertes turbulencias de las bolsas de valores de Europa se transmitieron inmediatamente al resto de las bolsas del mundo. La incertidumbre era tal que comenzó a ponerse en tela de juicio la propia viabilidad del euro. En esos días, el Ecofin (Consejo de Economía y Finanzas de la Unión Europea) creó el Fondo Europeo de Estabilización Financiera (FEFF), un fondo de 440 mil millones de euros para ayudar a los países con dificultades financieras y ahuyentar los temores sobre la viabilidad del euro. Pero, para que los mercados recuperasen la confianza sobre las perspectivas económicas de los países de la periferia del área del euro, tenían que ponerse en marcha las medidas necesarias para reducir el déficit público para situarlo en el límite establecido en el Tratado de Maastricht del 3% del PIB y hacerlo sostenible en términos estructurales.

Los denominados, con ese humor irónico británico no exento de tono despectivo, países PIGS (Portugal, Irlanda, Grecia y España) más Italia, comenzaron a ser objeto de minuciosa vigilancia por los mercados financieros y obligaron a sus gobiernos a cambiar el rumbo de sus políticas económicas. En España los efectos de la crisis financiera alteraron, por completo, las cuentas del Estado. La caída de los ingresos, a consecuencia de la contracción de la actividad, y el aumento de los gastos, derivados de las mayores prestaciones sociales y medidas de estímulo (muchas de ellas muy variopintas), provocaron que se pasase de una situación de superávit del 2,2% del PIB en 2007, a un déficit del 3,86% en 2008. En 2009, la combinación de la caída de la actividad económica y las medidas de estímulo y de protección social determinaron un importante salto en el nivel del déficit público que se situó en 11,4% del PIB. En febrero de 2010 se produjo el giro de la política económica en España. El Gobierno, empujado por los mercados financieros, se vio obligado a aprobar el Plan de Acción Inmediata (2010) y el Plan de Austeridad (2011-2013) con un calendario para situar el déficit público en nivel del 3% del PIB en 2013 como se establecía en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento.

El sistema bancario español aguantó bien la primera oleada de la crisis. Las instituciones financieras no tenían pro-

ductos tóxicos y habían sido objeto de una rigurosa regulación y supervisión del Banco de España. Solo tuvo que ser intervenida una caja de ahorros; pero, tras el estallido de la crisis de la deuda soberana se volvió a poner en cuestión puesto que no había duda de que sufría un exceso de préstamos hipotecarios, muchos de ellos otorgados con enorme ligereza y a partir de tasaciones al alza, y una cuantiosa y delicada situación en el crédito promotor (de viviendas) que afectaba sobre todo, aunque no solo, a las cajas de ahorro.

Las turbulencias de mayo y junio hicieron aconsejable la realización de unos test de esfuerzo, llevados a cabo en el mes de julio, que dieron como resultado que tanto los bancos como las cajas de ahorro aguantarían bien una profunda crisis inmobiliaria. No obstante, se reconoció que el sistema, en particular las cajas de ahorro, tenían un exceso de capacidad instalada y una gran dependencia, en la obtención de recursos, de los mercados mayoristas internacionales. Estos dos elementos, junto a la situación de sus activos inmobiliarios, determinó la aceleración de un amplio proceso de reestructuración de las cajas de ahorro, en el que participan 40 de las 45 existentes con apoyo del FROB (Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria).

Los déficits y la caída del PIB habían determinado que la ratio deuda pública/PIB pasase del 36% en 2007 al 53% en 2009 y tras el déficit público del 9,7% en 2010 y la caída del PIB la ratio deuda pública/PIB se situó en 61%. Al comienzo de la crisis el endeudamiento público en España era el menor de todos los países europeos. Pero los efectos de la crisis financiera internacional sobre una economía fuertemente dependiente de la financiación internacional, por las particularidades del modelo de crecimiento, determinaron fuertes aumentos tanto de los déficits públicos como de los niveles de deuda pública respecto al PIB. El alto nivel de endeudamiento en España ya no era solo de los agentes privados –hogares, empresas e instituciones financieras– sino también del Estado.

La intensa presión de los mercados financieros, al tiempo que las recomendaciones de acción inmediata por parte de Alemania y Francia, reforzadas por Estados Unidos y China, determinaron que el Gobierno del presidente Zapatero, en medio de las turbulencias de mayo,

Al tiempo que se intensificaban los problemas en Portugal, en los primeros meses de 2011 saltaron las primeras dudas sobre Italia. Sin embargo, las sombras no se instalaron sobre este país de manera significativa hasta los meses de mayo y junio...

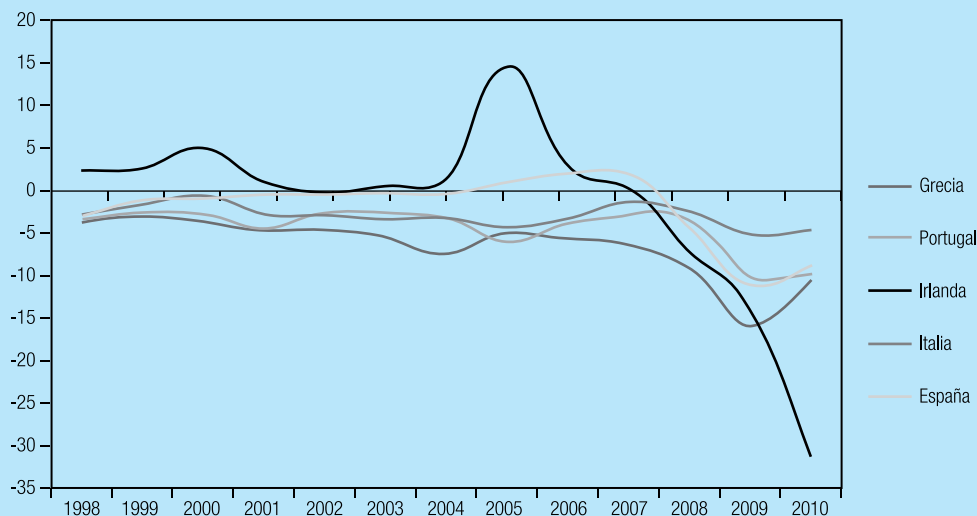
adoptase nuevas medidas de reducción del déficit público para el mismo año 2010: a) por el lado del gasto, recorte de sueldos de funcionarios (entre 5% y 10%), congelación de las pensiones, fuerte reducción de la inversión en infraestructuras y de otros gastos sociales, reducción del gasto de las Comunidades Autónomas y los Ayuntamientos etcétera, gran parte de las cuales se extenderían a 2011, y fin de muchas de las medidas de estímulo, y b) por el lado de los ingresos, se aprobó la subida del IVA. También se puso en marcha una reforma laboral que se aprobó en junio y que llevó a los sindicatos a una huelga general el 29 de septiembre. Y además se anunció que se abordaría la reforma de las pensiones para ampliar la edad de jubilación desde los 65 a los 67 años, medida que se aprobó a finales de enero de 2011.

En los meses de verano, la crisis en la zona euro se trasladó a Irlanda que negaba que tuviese que aceptar ningún tipo de rescate. Sin embargo, a finales de septiembre el Gobierno irlandés anunció que el coste del rescate de su sistema financiero le supondría un aumento del déficit público hasta 32% del PIB (véase gráfico 1) y que el programa diseñado por el Gobierno para el rescate de su sistema financiero supondría un monto de recursos cercano a los 50 mil millones de euros. Los países del eurogrupo trataron de persuadir al Gobierno irlandés para que solicitase el rescate para evitar que la incertidumbre

alimentase el efecto contagio a Portugal y en menor medida a España e Italia. Tras varios meses de resistencia Irlanda tuvo que aceptar la necesidad de ayuda y solicitó el rescate a Bruselas el 21 de noviembre. La crisis de Irlanda provenía del alto endeudamiento de los hogares y las empresas, pero sobre todo del sistema financiero cuya deuda representaba 220% del PIB. El Estado acudió en auxilio del sistema financiero, pero le supuso el desajuste de su situación financiera y le obligó a solicitar un rescate al eurogrupo de 85 mil millones de euros a través del Fondo Europeo de Estabilización Financiera y del FMI. El Gobierno irlandés se comprometió a reducir el gasto público en 14 mil millones de euros hasta el 2014 y a redimensionar la administración pública con la eliminación de 25 mil puestos de trabajo.

La crisis de Irlanda despertó de nuevo las dudas sobre Portugal, España y, en menor medida, Italia y sobre la viabilidad del euro. El Consejo Europeo de diciembre de 2010 tuvo que adoptar importantes acuerdos para defender la estabilidad del euro, incluida la creación del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) previsto para el 2013. Por su parte, el Gobierno español tuvo que adoptar, en los primeros días de diciembre, nuevas medidas en la doble línea de consolidación fiscal y reformas estructurales, al tiempo que se fijó el horizonte de finales de enero de 2011 para modificar la edad de jubilación de las pensiones y trasla-

Gráfico 1: Evolución del déficit público de Portugal, Irlanda, Italia, Grecia y España en el periodo 1998-2010 (en porcentaje sobre el PIB)



Fuente: elaboración propia según datos de OCDE.Stat.

Los denominados, con ese humor irónico británico no exento de tono despectivo, países PIGS (Portugal, Irlanda, Grecia y España) más Italia, comenzaron a ser objeto de minuciosa vigilancia por los mercados financieros y obligaron a sus gobiernos a cambiar el rumbo de sus políticas económicas.

darla a los 67 años. El compromiso presupuestario para el año 2011 sería reducir el déficit público al 6% del PIB, tras haber registrado 9,5% en 2010.

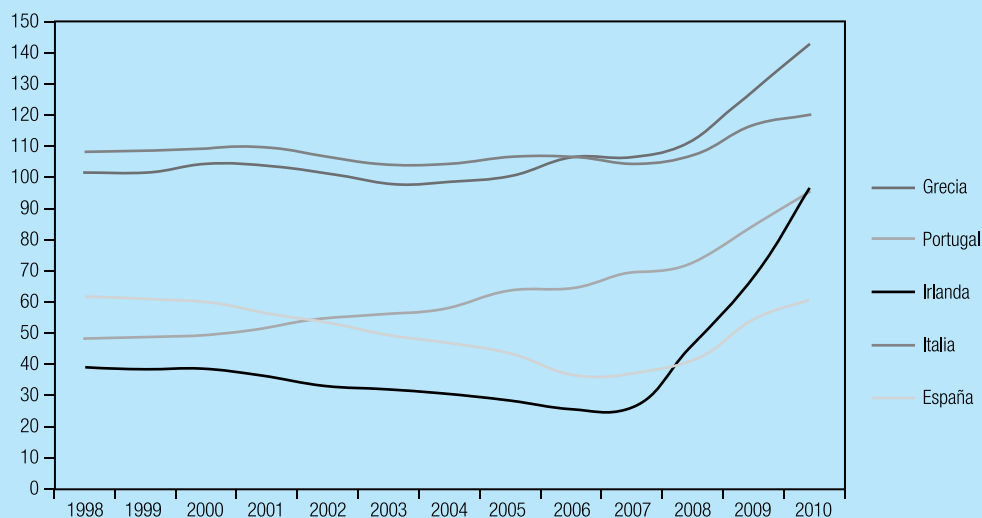
A comienzos del año 2011 los mercados centraron su desconfianza en Portugal. La economía portuguesa atravesaba por una larga etapa de muy bajo crecimiento y fuertes desequilibrios tanto en las cuentas públicas como en la balanza por cuenta corriente. En 2009 el déficit público se había situado en 13,6% del PIB, lo que suponía una fuerte desviación respecto al objetivo presupuestario previsto. Y en 2010 todo indicaba que se situaría en 9,8% del PIB. La evolución del déficit, en un contexto de estancamiento, determinaba un fuerte crecimiento de la relación deuda/PIB. En los primeros meses de 2011, el Gobierno de José Sócrates intentó la aprobación de varios planes de ajuste sin ningún éxito, y en esos meses la prima de riesgo superó los ochocientos puntos básicos que pusieron de manifiesto que Portugal había perdido las condiciones de acceso a los mercados financieros para cubrir sus necesidades a tipos de interés sostenibles (puesto que no se podía financiar a tipos de interés inferiores al 10%). El 23 de marzo el primer ministro José Sócrates tuvo que presentar la dimisión y pocos días después reconocer que el déficit público era mayor del anunciado. El 6 de abril el Gobierno en funciones pedía a Bruselas el rescate, estimado en 78 mil millones de

euros, de los cuales la Unión Europea, a través del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera, se haría cargo de 50 mil millones de euros y el FMI del resto. De esta forma, Portugal se convirtió en el tercer país de la eurozona, tras Grecia e Irlanda, en ser intervenido tras solicitar el rescate financiero.

La intervención suponía que Portugal se comprometía a poner en marcha un plan acordado con un horizonte trianual hasta 2014. El plan se basa en tres aspectos fundamentales: a) un programa de ajuste fiscal creíble que colocase el déficit público en el nivel del 3% del PIB, en una trayectoria descendente desde 9,8% en 2010; 5,9% en 2011 y la previsión del 4,5% del PIB en 2012, b) la puesta en marcha de medidas que hagan posible el retorno del país a una senda de crecimiento y que al mismo tiempo contribuyan a mejorar su competitividad, que es otro de los graves problemas de Portugal como pone de relieve el hecho de que todavía en 2011 registre un déficit por cuenta corriente del 8,4% del PIB, y c) adoptar medidas para el desapalancamiento de su sistema financiero y de refuerzo de los niveles de capital de las entidades financieras.

Al tiempo que se intensificaban los problemas en Portugal, en los primeros meses de 2011 saltaron las primeras dudas sobre Italia. Sin embargo, las sombras no se instalaron sobre este país de manera significativa hasta los meses de mayo y junio cuando surgieron nuevas

Gráfico 2: Evolución de la relación deuda pública/PIB de Portugal, Irlanda, Italia, Grecia y España en el periodo 1998-2010 (en porcentaje sobre el PIB)



Fuente: elaboración propia según datos de OCDE.Stat.

De esta forma, en España como en Irlanda, el endeudamiento fue de los sectores privados. Sufrieron una crisis de la balanza por cuenta corriente, no una crisis por exceso de endeudamiento público.



Louisa Gouliamaki / AFP / Getty Images

incertidumbres sobre el cumplimiento de las exigencias a Grecia para el segundo rescate. A la incertidumbre griega se sumaban las perspectivas negativas de salida de la crisis de Irlanda y Portugal. A lo largo del mes de julio iniciaron una fuerte subida las primas de riesgo tanto de España como de Italia, y en los primeros días de agosto la prima comenzó a superar los cuatrocientos puntos básicos. Es más, el 5 de agosto la prima de riesgo de Italia superó por primera vez la prima de riesgo de España y, desde entonces, ha permanecido así el resto del 2011. En esos días de agosto el efecto contagio de las malas perspectivas de la eurozona y la crisis política para elevar el techo de deuda en Estados Unidos se extendió a las bolsas de todo el mundo y sus índices volvieron a niveles del segundo trimestre de 2009. La dimensión de la crisis y la falta de compromiso con la puesta en marcha de las medidas de ajuste del déficit público y de las reformas estructurales para la recuperación de un crecimiento con una notable mejora de la competitividad determinaron que, el 12 de noviembre, Berlusconi se viese obligado a presentar su dimisión y dar paso a un nuevo gobierno presidido por Mario Monti.

El 22 de diciembre el Gobierno del primer ministro Mario Monti conseguía la aprobación del plan de ajuste cuyas principales medidas eran: a) por el lado de los ingresos, aumento del IVA del 21% al 23%, reintroducción del impuesto de bienes inmuebles para la primera y segunda viviendas (y posibilidad de la tercera), y tasación del 0,4% a los capitales evadidos no regularizados durante el periodo de presidencia de Berlusconi, y b) por el lado de los gastos, congelación de las pensiones superiores a mil 400 euros mensuales y retraso de la edad de jubilación a los 62 años para las mujeres y a los 66 para los hombres. Con este plan se espera obtener una reducción del déficit público en torno a los 30 mil millones de euros. Al mismo tiempo, el nuevo Gobierno comenzaba a trabajar en las medidas de reforma estructural para que la economía italiana pudiese volver a una senda de crecimiento a partir de la mejora de la competitividad.

COMPETITIVIDAD, DESEQUILIBRIO DE LA BALANZA DE PAGOS Y ENDEUDAMIENTO EXTERNO

El crecimiento de la economía, a largo plazo, depende de las continuas mejoras de productividad y competitividad.

En esos días de agosto el efecto contagio de las malas perspectivas de la eurozona y la crisis política para elevar el techo de deuda en Estados Unidos se extendió a las bolsas de todo el mundo y sus índices volvieron a niveles del segundo trimestre de 2009.

El deterioro de la competitividad, derivado tanto de los diferenciales de precios como de la insuficiente incorporación de progreso técnico, es muy difícil de corregir en una unión económica y monetaria con moneda única. Como la competitividad se puede recuperar mediante la devaluación del tipo de cambio, la única vía a través de la que puede mejorarse es el ajuste de precios y costes y del aumento de la productividad que, a corto plazo, solo se pueden conseguir mediante ajustes en el empleo, el gasto y la reducción del ritmo de actividad.

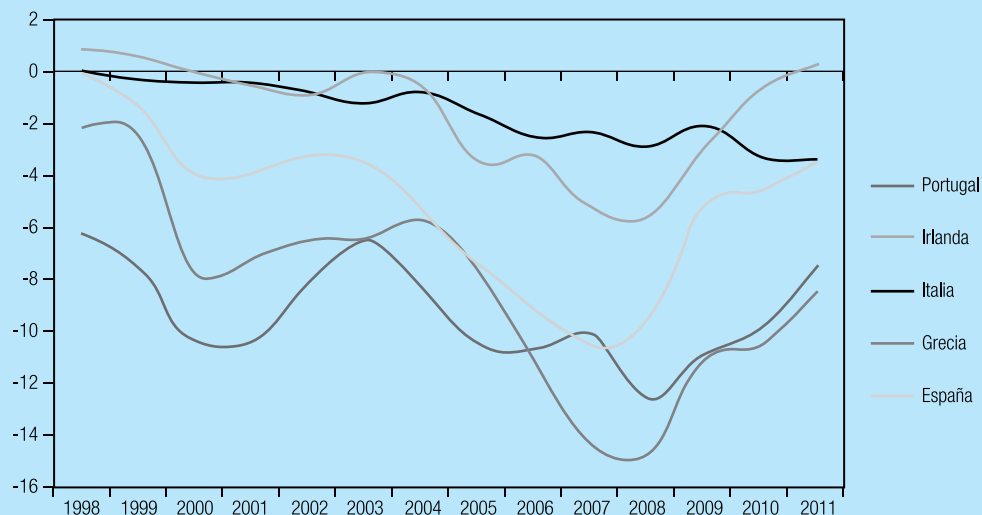
El deterioro de la competitividad de Grecia, Irlanda, Italia, Portugal y España se pone de relieve en el desequilibrio entre el gasto nacional y el PIB, y se refleja en la diferencia entre las exportaciones e importaciones de bienes y servicios y, por tanto, en la balanza por cuenta corriente de este grupo de países que registró un creciente déficit desde 1999 hasta 2008 (véase gráfico 3). Desde otra perspectiva, este déficit es reflejo de la insuficiencia del ahorro interno respecto al gasto y la inversión, y determina una continua necesidad de financiación internacional (véase gráfico 3).

La financiación externa se dirigía a la adquisición de deuda pública de los países de la eurozona porque los inversores internacionales creían (equivocadamente) que la deuda griega, portuguesa e italiana era tan segura como la alemana

o la holandesa. De igual manera, otra parte de la financiación internacional se canalizaba por los sistemas financieros nacionales para satisfacer, y muchas veces estimular, las necesidades de recursos de las familias y las empresas. Hasta finales de 2007, la financiación externa a Grecia y Portugal alimentó principalmente el gasto público, en Irlanda (que tenía superávit en las cuentas públicas) se canalizó hacia el gasto privado, la compra de viviendas (contribuyendo a alimentar la burbuja inmobiliaria) y el endeudamiento de los bancos para la adquisición de activos que, con la crisis financiera internacional, se revelaron como activos tóxicos; y en el caso de España, al gasto privado, la adquisición de viviendas (y por tanto a inflar la burbuja inmobiliaria) y a préstamos a empresas.

De esta forma, en España como en Irlanda, el endeudamiento fue de los sectores privados. Sufrieron una crisis de la balanza por cuenta corriente, no una crisis por exceso de endeudamiento público. Muy por el contrario, en el caso de España el sector público redujo el déficit, primero, y obtuvo superávit, después, aprovechando el viento favorable del momento expansivo del ciclo, por lo que el país consiguió una ratio de deuda pública/PIB del 36%, una de las mejores de los países de la Unión Europea. Pero el alto endeudamiento privado, cerca del 150% del PIB a fina-

Gráfico 3: Evolución de la balanza por cuenta corriente de Portugal, Italia, Irlanda, Grecia y España en el periodo 1998-2011* (en porcentaje sobre el PIB)



* Los datos de 2011 corresponden al tercer trimestre del año.

Fuente: elaboración propia según datos de OCDE.Stat.

... España, no sin un gran esfuerzo fiscal, puede alcanzar un nivel sostenible de déficit y de deuda públicos y al mismo tiempo reducir de manera significativa el déficit en cuenta corriente. Pero inexcusablemente tiene que acometer las reformas estructurales para fortalecer la competitividad y el crecimiento potencial y así volver a crear empleo.

les de 2007, tornó muy vulnerable a la economía frente a los cambios en los mercados financieros internacionales. No era previsible un *cisne negro* como la crisis financiera internacional, pero como ha explicado Nassim Taleb los cisnes negros son más frecuentes de lo que normalmente se estima.

La crisis en los países de la eurozona se ha gestado por la combinación de la subestimación del riesgo de los mercados financieros en la colocación de recursos tanto para agentes públicos (Grecia y Portugal) como para agentes privados (Irlanda y España) por el hecho de la pertenencia de estos países al euro. El exceso de endeudamiento público, aunque sea a bajos tipos de interés, en economías con reducidos niveles de productividad y competitividad fragilizan la situación exterior de las economías y las meten en una espiral de dependencia financiera externa que siempre acaba en una crisis financiera y económica. Y los excesos de endeudamiento privado propician la intensa expansión de las demandas domésticas, la pérdida de competitividad, las burbujas de activos y la creciente dependencia de la financiación externa. Cuando eclosiona la crisis se origina un *sudden stop* de los flujos financieros y se produce una crisis económica y fiscal, al quedar afectadas las finanzas públicas por la caída de ingresos y el aumento de los gastos.

¿Cuál ha sido la respuesta de la eurozona a la crisis? Ha sido doble: en primer lugar y sobre todo austeridad fiscal (mediante aumento de impuestos y reducción de gastos), y en segundo término reformas estructurales para mejorar la productividad y recuperar la competitividad. La austeridad fiscal está acompañada de ayuda financiera de la eurozona a los países que han pedido el rescate (Grecia, Irlanda y Portugal) mientras llevan a cabo el proceso de ajuste y sus estados recuperan el nivel de deuda que devuelva la confianza a los mercados financieros. Algo que resultará imposible en el caso de Grecia y muy difícil en el de Portugal. En todo caso, si la austeridad va acompañada de las reformas estructurales los países reducirán la vulnerabilidad externa representada en el saldo de sus balanzas por cuenta corriente. Cuando se alcance esta posición será el momento que marque el final de la caída. Pero los países tendrán que perseverar en la estrategia de competitividad para recuperar el crecimiento y

alejarse del riesgo de volver a una situación de fragilidad de sus balanzas por cuenta corriente.

Esta estrategia responde a la visión alemana de lo que debe ser la eurozona; es decir, a lo que se ha denominado la germanización de la Europa del euro, que consistiría en: a) que las economías tengan un sector público austero que no genere en términos estructurales, en las fases recesivas del ciclo económico, un déficit superior al 0,5% del PIB; es decir, la *regla de oro* del déficit cero, b) que sean estables a partir de un riguroso control de la inflación, c) que sean competitivas partiendo de un adecuado control del crecimiento de los salarios en función de la productividad y, por tanto, que sean capaces de mantener controlados los costes, y d) que pongan en marcha reformas estructurales para aumentar el crecimiento potencial de la economía. Este enfoque se ha puesto de relieve en el Consejo Europeo de diciembre de 2011.

Son muchas las dudas sobre las posibilidades de superación de la crisis en los distintos países de la eurozona. El elevado déficit público (véase gráfico 1) y el alto nivel de deuda respecto al PIB de Grecia (véase gráfico 2) revelan la imposibilidad real de que este país pueda atender sus compromisos financieros, a pesar del reajuste con quita de la deuda contemplado en el plan de rescate. En menor medida Irlanda y Portugal se encontrarían en una situación similar, pero en este caso el reajuste/quita de la deuda se haría sin participación de los acreedores privados y siguiendo los principios aplicados por el FMI. Este cambio de rumbo introducido por la Canciller Angela Merkel en el Consejo Europeo del pasado mes de diciembre supone que, aunque la eurozona no dispone de un mecanismo institucional efectivo para la resolución de las crisis, se ha optado por los principios del FMI para la aplicación de los reajustes. De estos tres países, Grecia y Portugal presentan, además, la dificultad añadida de haber registrado un significativo deterioro de la competitividad de sus economías ya que a pesar de los cuatro años de crisis todavía presentaban déficits en cuenta corriente, en 2011, en torno al 8% del PIB (véase gráfico 3). ¿No será la crisis de los países de la zona euro realmente una crisis de competitividad y, por tanto, una crisis de la balanza por cuenta corriente?

La crisis en los países de la eurozona se ha gestado por la combinación de la subestimación del riesgo de los mercados financieros en la colocación de recursos tanto para agentes públicos (Grecia y Portugal) como para agentes privados (Irlanda y España) por el hecho de la pertenencia de estos países al euro.



Louisa Gouliamaki / AFP / Getty Images

Como la pertenencia al euro no hace posible la devaluación del tipo de cambio, la recuperación de la competitividad perdida se tiene que realizar mediante reducciones de salarios, costes y precios durante un largo periodo de tiempo. Esta situación puede derivar en un importante deterioro de la vida social y política y en que los ciudadanos piensen que viven en una democracia gobernada por control remoto. ¿Cuál sería la naturaleza de esa democracia? Pero este es otro tema que nos llevaría por otros derroteros. Recuperemos el hilo que seguíamos. Mientras los países reducen sus salarios, costes y precios aumentará el esfuerzo que tienen que hacer para pagar sus deudas, que todavía serán elevadas a pesar de los reajustes/quitas que hayan tenido. Quizá durante este proceso la eurozona podría apoyar proyectos mediante la aportación de recursos como si fuese una unión fiscal. Pero este tipo de unión fiscal no es la que está pensando Alemania. En el Consejo Europeo del pasado 11 de diciembre ha quedado bastante claro que Alemania se inclina por una unión fiscal limitada sin transferencias y sin eurobonos, así que de momento hay que centrarse en el ajuste fiscal, mejora de la competitividad y las reformas estructurales para aumentar el crecimiento potencial. La otra alternativa –como han señalado Roubini, De Grauwe, Felstein, Wolf, Münchau y tantos otros– es la sa-

lida del euro no prevista en el Tratado de Maastricht, pero las consecuencias son muy negativas tanto para los propios países como, por el efecto contagio, para el resto de los países de la eurozona.

Diferentes son las situaciones de España e Italia, pero no por ello son más fáciles de exorcizar los peligros. La economía española tuvo en 2010 una ratio deuda pública/PIB del 61%, la más baja de los países de este grupo y que muchos de los países de la eurozona incluidos Francia y Alemania, y consiguió reducir el déficit en cuenta corriente al 4,6% del PIB. En 2011 se ha reducido muy poco el déficit público, pero previsiblemente la cuenta corriente se reducirá al 3,5% del PIB. Esto indica que España, no sin un gran esfuerzo fiscal, puede alcanzar un nivel sostenible de déficit y de deuda públicos y al mismo tiempo reducir de manera significativa el déficit en cuenta corriente. Pero inexcusablemente tiene que acometer las reformas estructurales para fortalecer la competitividad y el crecimiento potencial y así volver a crear empleo. Y además acometer la reestructuración del sistema financiero con los estándares de capital requeridos por la eurozona. Un proceso muy duro y difícil pero inexorable si el país quiere seguir en la zona euro, algo que por ahora está fuera de discusión.

La economía italiana presenta una elevada ratio deuda pública/PIB, que ya

Es y seguirá siendo muy duro aplicar un programa de fuerte ajuste fiscal, medidas de recuperación de la competitividad, y reformas estructurales para aumentar el crecimiento potencial sin que vayan acompañadas de un estímulo favorable del exterior en forma de mayor demanda de exportaciones.

era alta antes de su incorporación a la eurozona y que en 2010 se situó cerca del 120% del PIB, y un déficit público situado casi de manera regular en torno al 4% del PIB. El deterioro de la competitividad se ha producido desde la adopción del euro y se ha convertido en un proceso crónico que registra un deterioro gradual año tras año (véase gráfico 3). Italia, al igual que España, no puede convertirse, por su tamaño, en una economía asistida financieramente, ni siquiera con la entrada en funcionamiento, de manera anticipada en 2012, del mecanismo europeo de estabilidad (MEDE) ampliado a 500 mil millones de euros para préstamos efectivos con la posibilidad de ser complementados por los 200 mil millones de euros que los países europeos pondrán a disposición del FMI. Italia, como se ha señalado, ha tenido que adoptar medidas de ajuste fiscal muy estrictas tanto para reducir su déficit público como su nivel de deuda, pero le queda por delante el recorrido de la recuperación de la competitividad y las reformas estructurales para la mejora del crecimiento potencial.

¿SOBREVIVIRÁ O SE ROMPERÁ EL EURO?

La respuesta más sencilla es que sólo sobrevivirá en la medida que sea un instrumento para promover el crecimiento y el progreso económico y social en los países de la eurozona. Si por el contrario la pertenencia al euro convierte a los países en rehenes de una disciplina asfixiante que dificulta cualquier posibilidad de crecimiento y de mejora de la competitividad será percibido como un instrumento que bloquea el progreso de los países y su ruptura será inevitable. Lo más probable es que el euro sobreviva, ya que desde la perspectiva de Alemania, como ha señalado el profesor Antón Costas, el euro no puede romperse, no tanto por los intereses económicos de los propios agentes económicos de Alemania, sino porque sería insoportable la carga moral que recaería sobre este país por la destrucción del proyecto de integración europea, una carga equivalente, aunque de distinta naturaleza, a la soportada por ser causante de las dos guerras mundiales. Pero ¿sobrevivirá el euro desde la perspectiva de los países en crisis de esta área, es decir de Grecia, Irlanda, Portugal, España e Italia?

Aris Messinis / AFP / Getty Images



...la eurozona tiene que dar el paso de convertirse en una unión fiscal, con la pérdida de soberanía de los países que ello conlleva, pero asumiendo la necesidad de las transferencias en situaciones de *shock* (como en cualquier otra unión fiscal) y creando los eurobonos.

Estos países están llevando a cabo, en la línea de austeridad, fuertes ajustes fiscales con el objetivo de cumplir a medio plazo la regla de oro de déficit cero, y al mismo tiempo están aplicando medidas para poner a sus economías en la senda de la competitividad, y para perseverar en ella, a la vez que reformas estructurales. Pero acaban de iniciar el proceso, y este puede ser largo, muy doloroso y conducir a que los ciudadanos piensen que no vale la pena el esfuerzo para seguir en el euro ante la inexistencia de un horizonte de esperanza. A corto plazo se requeriría que los países con situaciones externas positivas, entre ellos evidentemente Alemania, incentivasen la demanda interna de sus economías para generar un efecto de estímulo de las exportaciones de los países con déficit que están haciendo el esfuerzo de competitividad. Estos países recibirían el viento favorable del estímulo externo sin el cual serán difíciles de percibir los frutos del ajuste y más difícil volver a una senda de crecimiento. Además, el Banco Central Europeo debería prestar un amplio y continuado apoyo a los países en crisis para la colocación de sus deudas soberanas (algún tipo de actuación como *backstop*). En una perspectiva de largo plazo, la eurozona tiene que dar el paso de convertirse en una unión fiscal, con la pérdida de soberanía de los países que ello conlleva, pero asumiendo la necesidad de las transferencias en situaciones de *shock* (como en cualquier otra unión fiscal) y creando los eurobonos.

El BCE dio un paso importante el 21 de diciembre de 2011, en la línea que había anunciado de ayudar a los bancos europeos e indirectamente a los gobiernos. Propició la mayor inyección de recursos en el sistema bancario europeo desde la existencia del euro. Proporcionó cerca de 500 mil millones de euros a 523 bancos por un período de tres años a un tipo del 1%. El objetivo del BCE es que los bancos tengan suficiente liquidez para atender sus vencimientos de deuda de los próximos años y al mismo tiempo evitar un *credit crunch* que deje sin financiación a la economía real y se frenen las posibilidades de crecimiento. Parte de esos recursos pueden ser utilizados por los bancos para comprar deuda pública de sus países y así contribuir a aliviar la crisis de la deuda soberana que, por ahora, no parece remitir. Quizá el BCE, en la medida que los países en crisis de la eurozona avancen en sus pro-

gramas de austeridad fiscal, aumente su actuación como garante en última instancia (*backstop*) de las colocaciones de bonos de los países sometidos a la crisis de la deuda soberana. Pero también sería necesario que el Mecanismo de Estabilidad Financiera Europeo pueda actuar como un banco, con el respaldo del BCE, en la compra de bonos de los países europeos. De lo contrario, si se sigue una estrategia de unión fiscal limitada –es decir, sin transferencias, sin eurobonos y sin mecanismos de resolución del problema de la deuda de los países del área– será muy difícil que el euro no acabe por romperse.

COMENTARIOS FINALES

La crisis financiera internacional se trasladó de Estados Unidos a Europa a partir de la eclosión de la crisis de la deuda soberana. Pronto una crisis que comenzó afectando a Grecia se extendió a Irlanda, Portugal, España y, por último, a Italia. La crisis en estos países no es, al contrario de lo que muchas veces se transmite, una crisis provocada por el excesivo endeudamiento de sus gobiernos. Este puede ser el caso de Grecia y Portugal, pero no así los de Irlanda y España en los que el origen de la crisis se encuentra en el excesivo endeudamiento privado, reflejo de la pérdida de competitividad y del fácil acceso a financiación a bajos tipos de interés en los mercados financieros internacionales por el hecho de la pertenencia de estos países al euro.

En todo caso, el alto endeudamiento público, a bajos tipos de interés, en economías con reducidos niveles de productividad y competitividad fragilizan la situación exterior de las economías y éstas entran en una espiral de dependencia financiera externa que siempre acaba en una crisis financiera y económica. Y el elevado endeudamiento privado en mercados internacionales propicia la intensa expansión de las demandas domésticas, la pérdida de competitividad, las burbujas de activos y la creciente dependencia de la financiación externa. Cuando eclosiona la crisis se origina un *sudden stop* de los flujos financieros y se produce una crisis económica y fiscal que afecta profundamente al sistema financiero no sólo de los países inmersos en la crisis sino al conjunto del sistema financiero de la eurozona.

Si la pertenencia al euro convierte a los países en rehenes de una disciplina asfixiante que dificulta cualquier posibilidad de crecimiento y de mejora de la competitividad será percibido como un instrumento que bloquea el progreso de los países y su ruptura será inevitable.

La respuesta a la crisis ha sido doble: en primer lugar, y sobre todo, austeridad fiscal (mediante la aplicación de fuertes programas de ajuste a corto y medio plazo), y en segundo término, reformas estructurales para mejorar la productividad y recuperar la competitividad. Sin embargo, es muy significativo que, hasta ahora, hayan estado ausentes las propuestas de crecimiento. Es y seguirá siendo muy duro aplicar un programa de fuerte ajuste fiscal, medidas de recuperación de la competitividad, y reformas estructurales para aumentar el crecimiento potencial sin que vayan acompañadas de un estímulo favorable del exterior en forma de mayor demanda de exportaciones. Es más, el Banco Central Europeo debería prestar un amplio y continuado apoyo a los países en crisis para la colocación de sus deudas soberanas (alguna actuación del tipo *backstop*). En una perspectiva de largo plazo, la eurozona tiene que dar el paso de convertirse en una unión fiscal, con la pérdida de soberanía de los países que ello conlleva, pero asumiendo la necesidad de las transferencias en situaciones de *shock* (como en cualquier otra unión fiscal) y creando los eurobonos. Mientras tanto, sería necesario que el Mecanismo de Estabilidad Financiera Europeo pudiese actuar como un banco, con el respaldo del BCE, en la compra de bonos de los países europeos. Si la opción es seguir una estrategia de unión fiscal limitada –es decir, sin transferencias, sin eurobonos y sin mecanismos de resolución del problema de la deuda de los países del área– y los países en crisis únicamente tienen en su horizonte austeridad-competitividad (vía reducción de costes y precios)-reformas estructurales, puede cundir el desánimo en la ciudadanía y resultar muy difícil que el euro sobreviva.

* Profesor de Economía Internacional y, en la actualidad, decano de la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales (Icade) de la Universidad Pontificia Comillas de Madrid.