

Las crisis del euro

En un marco económico cada vez más globalizado, la evolución de un territorio viene definida no sólo por lo que ocurre dentro de él, sino también por lo que pasa en su entorno. Si, además, pertenecemos a una unión económica y monetaria, como es el caso de la zona euro, la relevancia de ese entorno es aún mayor.

De hecho, no podemos entender la actual crisis económica sin hacer referencia a lo que ocurre a nivel europeo. Pertenecemos a una Unión Económica y Monetaria, lo que implica que en la toma de decisiones interviene tanto el nivel europeo, como el nacional y el autonómico.

Es por esto que este boletín está dedicado a las crisis del euro. Nuestro objetivo es tratar de explicar de forma breve pero rigurosa algunos aspectos vinculados a la crisis en la que nos encontramos, abarcando tanto los temas financieros y monetarios como los políticos.

Mas información en:

Página web de REGIOlab: <http://www.uniovi.net/regiolab>

Página del Observatorio Regional – REGIOlab: <http://www.uniovi.net/regiolab/enlaces2/i1/>

Autores: José Luis Pérez Rivero (jrivero@uniovi.es); Elena Lasarte (lasarteelena@uniovi.es)

1. Introducción

Pasará mucho tiempo antes de que los economistas digieran en toda su complejidad la actual crisis económica y consigan una visión aquilatada y compartida sobre sus causas y sobre las políticas necesarias para superarla y evitar su repetición.

Mientras tanto, la crisis iniciada con las hipotecas basura en 2008 en USA, ha ido cambiando sus características y mudándose de una parte a otra del mundo. El penúltimo episodio es la crisis del euro que amenaza con arrastrar a la economía global a una nueva recesión, aunque los gurús ya pronostican un aterrizaje complicado para la economía asiática incluida la china.

El objeto de este comentario es tratar de ofrecer un repaso ordenado de los diferentes aspectos de la crisis del euro, tratar de identificar el fallo en la arquitectura (un pecado original) que hace tan difícil su resolución e intentar valorar las vías de salida de la complicada situación en que se encuentra la economía de la zona euro.

2. Las (cuatro) crisis del euro.

El euro y las economías que lo integran parecieron aguantar relativamente bien los primeros momentos de la crisis y en 2009 se atisbaba un retorno al crecimiento económico. Sin embargo, desde mediados del año 2010 las crisis se suceden, la zona euro ha entrado en recesión y el euro ve comprometido su futuro y la moneda europea se ha convertido en el centro de los riesgos y problemas de la economía mundial.

Esta situación puede tratar de entenderse como la conjunción de cuatro crisis diferentes pero que se interrelacionan y refuerzan mutuamente: una crisis fiscal, una crisis de balanza de pagos, una crisis financiera y una crisis política. Trataremos de describirlas brevemente a continuación.

- a) La crisis fiscal tiene su manifestación inmediata en los elevados déficits fiscales de la zona euro, en especial de algunos de ellos, y en las dificultades para financiarlos en los mercados internacionales.

Cuadro 1. DEFICIT PÚBLICO EN PORCENTAJE DEL PIB											
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
EU (27)	0.6	-1.5	-2.6	-3.2	-2.9	-2.4	-1.5	-0.9	-2.4	-6.9	-6.6
Bélgica	0	0.4	-0.1	-0.1	-0.3	-2.7	0.1	-0.3	-1.3	-5.8	-4.1
Alemania	1.1	-3.1	-3.8	-4.2	-3.8	-3.3	-1.6	0.2	-0.1	-3.2	-4.3
Austria	-1.7	0	-0.7	-1.5	-4.4	-1.7	-1.5	-0.9	-0.9	-4.1	-4.4
Finlandia	6.9	5.1	4.1	2.6	2.5	2.8	4.1	5.3	4.3	-2.5	-2.5
Reino Unido	3.6	0.5	-2.1	-3.4	-3.5	-3.4	-2.7	-2.7	-5	-11.5	-10.3
Francia	-1.5	-1.5	-3.1	-4.1	-3.6	-2.9	-2.3	-2.7	-3.3	-7.5	-7.1
Irlanda	4.7	0.9	-0.4	0.4	1.4	1.7	2.9	0.1	-7.3	-14.2	-31.3
Grecia	-3.7	-4.5	-4.8	-5.6	-7.5	-5.2	-5.7	-6.5	-9.8	-15.8	-10.6
España	-0.9	-0.5	-0.2	-0.3	-0.1	1.3	2.4	1.9	-4.5	-11.2	-9.3
Italia	-0.8	-3.1	-3.1	-3.6	-3.5	-4.4	-3.4	-1.6	-2.7	-5.4	-4.6
Portugal	-2.9	-4.3	-2.9	-3	-3.4	-5.9	-4.1	-3.1	-3.6	-10.1	-9.8

Fuente: Eurostat

Sin embargo, esta crisis fiscal tiene raíces más profundas que hacen más difícil su resolución. Cabría destacar tres aspectos:

- Muchos países europeos con bajo crecimiento potencial a largo plazo debido al bajo crecimiento de su productividad (especialmente los que han basado su crecimiento en la burbuja inmobiliaria) poseen un sector público sobredimensionado que ha acumulado una deuda pública elevada y que sin reformas seguirá acumulando más.
- La crisis financiera ha convertido todo el sistema bancario en un pasivo implícito del sector público que, como hizo Irlanda, tendría que acudir en su rescate en caso de que los problemas financieros se agudicen.
- Además, la recesión impulsa al alza los déficits públicos y la crisis financiera eleva los tipos de interés, amenazando con provocar una espiral que haga insostenibles las finanzas públicas de los países más débiles de la zona euro.

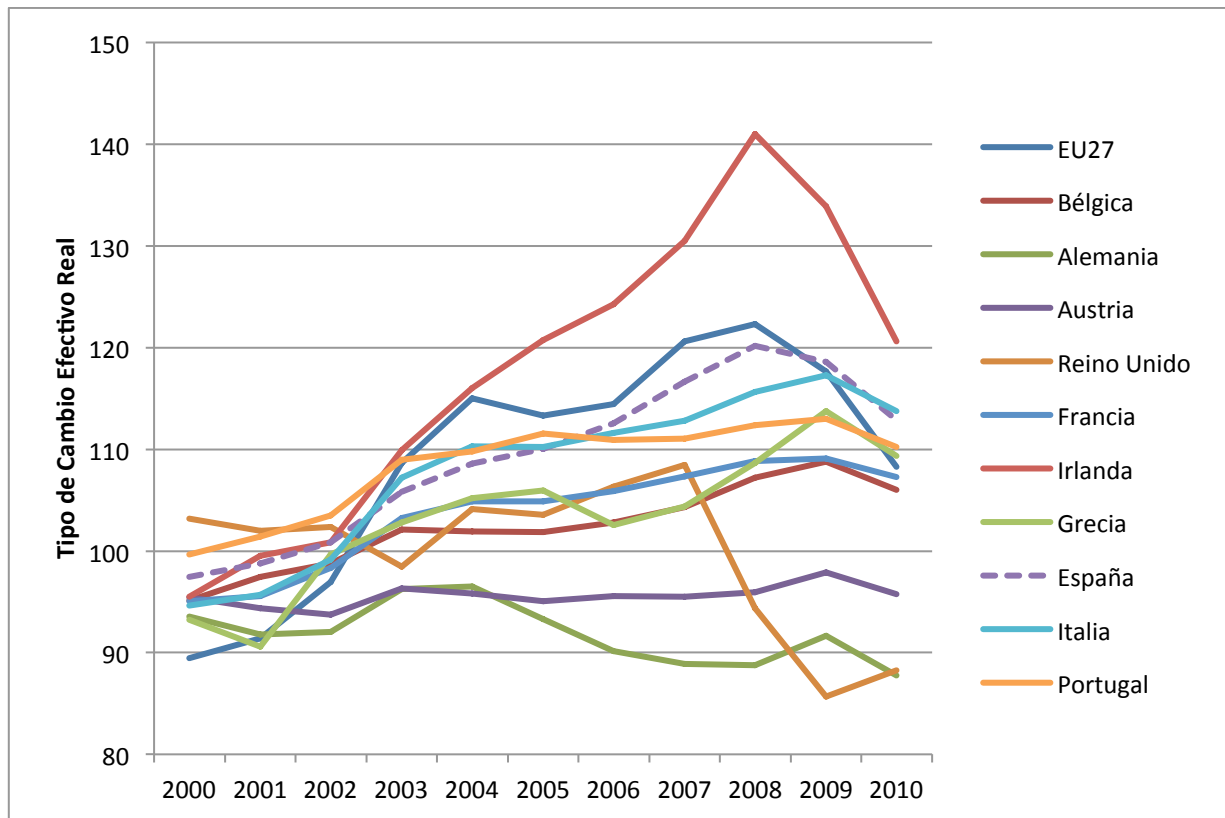
Estos tres estratos de la crisis, hacen más compleja su resolución, y parecen arrastrar poco a poco más países hacia la zona sensible.

- b) La segunda crisis, consiste en una crisis de balanza de pagos. Desde la llegada del euro, la posición exterior de la zona euro se ha mantenido sustancialmente equilibrada, pero se han producido unos desequilibrios exteriores elevados y sostenidos en el tiempo entre los países que la componen.

Cuadro 2. BALANCE POR CUENTA CORRIENTE EN PORCENTAJE DEL PIB											
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
EU (27)					-0.3	-0.8	-1.2	-1	-2	-0.9	-0.8
Bélgica	4	3.4	4.5	3.4	3.2	2	1.9	1.6	-1.8	0.4	1.4
Alemania	-1.7	0	2	1.9	4.7	5	6.2	7.4	6.2	5.6	5.7
Austria	-0.7	-0.8	2.7	1.7	2.1	2	2.8	3.5	4.9	3.1	2.7
Finlandia	8.1	8.6	8.8	5.2	6.6	3.6	4.6	4.3	2.9	2.3	3.1
Reino Unido	-2.6	-2.1	-1.7	-1.6	-2.1	-2.6	-3.3	-2.7	-1.5	-1.7	-2.5
Francia	1.2	1.7	1	0.4	0.5	-0.5	-0.6	-1	-1.9	-1.9	-2.1
Irlanda	0	-0.6	-1	0	-0.6	-3.5	-3.6	-5.3	-5.6	-3	-0.7
Grecia	-7.7	-7.2	-6.5	-6.5	-5.8	-7.6	-11.2	-14.3	-14.7	-11	-10.5
España	-4	-3.9	-3.3	-3.5	-5.3	-7.4	-9	-10	-9.6	-5.2	-4.5
Italia	-0.5	-0.1	-0.8	-1.3	-0.9	-1.7	-2.6	-2.4	-2.9	-2.1	-3.3
Portugal	-10.4	-10.3	-8.3	-6.5	-8.4	-10.4	-10.7	-10.1	-12.6	-10.9	-9.9

Fuente: Eurostat

Las economías del sur de Europa han acumulado déficits por cuenta corriente a lo largo de una década, mientras que los países del norte experimentaban continuos excedentes. Las causas de estos desequilibrios residen en dos procesos diferentes pero interrelacionados. Por un lado, una sustancial pérdida de competitividad de los países del sur como muestra la evolución de sus respectivos tipos de cambio reales.



Fuente: Eurostat

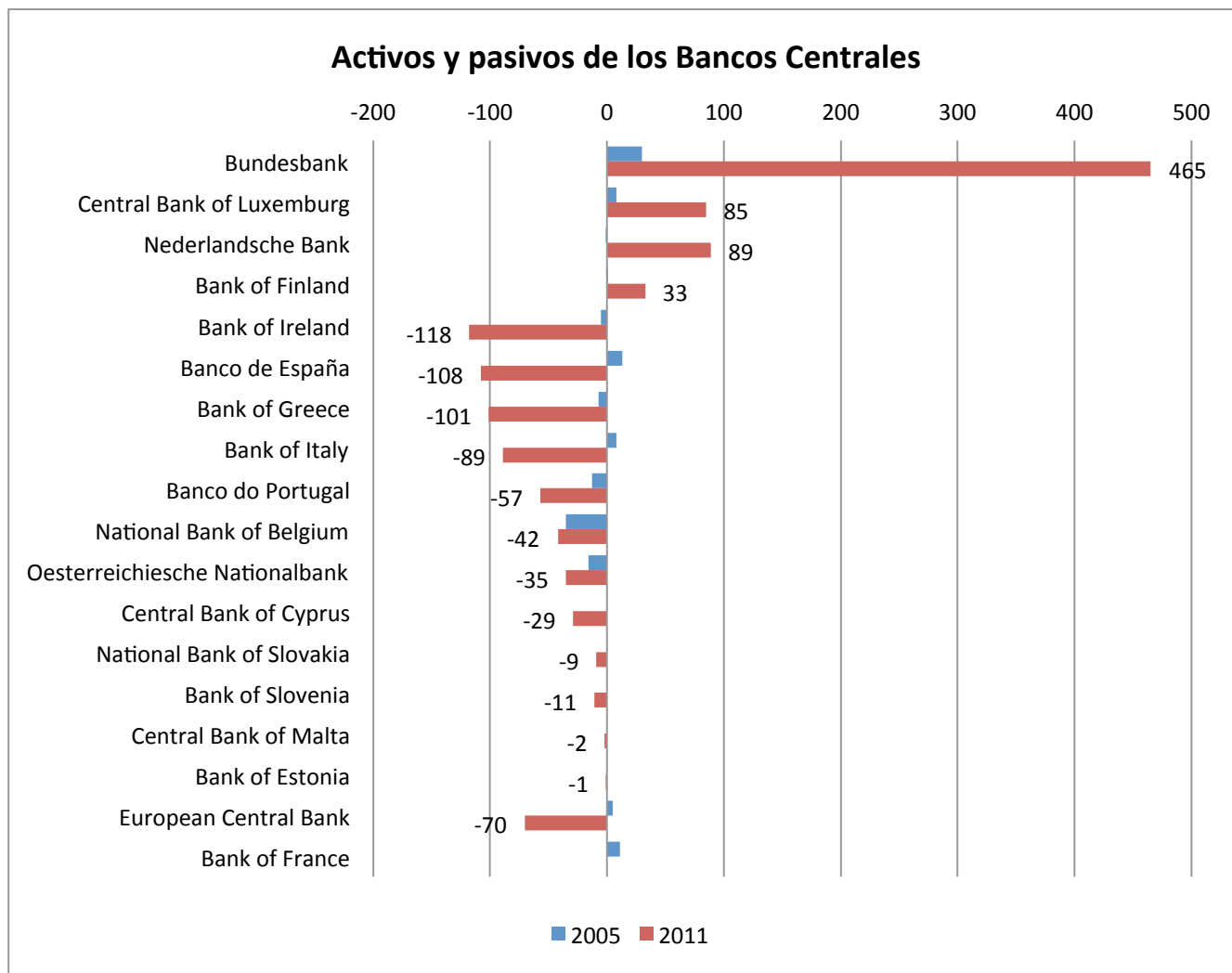
Por otro lado, un exceso relativo de ahorro a su inversión en los países del norte, que fluyó hacia el sur.

Estos desequilibrios alimentaron una elevada deuda externa en los países del sur y, en general, fueron financiados por los bancos nacionales de los respectivos países que a su vez se endeudaron en mercados internacionales.

Cuando el crédito internacional se interrumpió entró en funcionamiento uno de los mecanismos básicos de la Unión Monetaria.

Si entre los diferentes países de la eurozona existiera un mero tipo de cambio fijo, el repentino parón del crédito hubiera ocasionado una crisis típica de la balanza de pagos. Los países hubieran tenido que recurrir a sus reservas, y es probable que hubieran sufrido un ataque especulativo que hubiera obligado a reajustar los tipos de cambio y poner en marcha planes de ajuste al estilo del Fondo Monetario Internacional.

Sin embargo, en la Unión Monetaria la financiación de los desequilibrios se traslada al Sistema Europeo de Bancos Centrales. Ahora, el déficit exterior se financia a través del sistema de pagos (TARGET-2) de forma que los bancos centrales nacionales acumulan saldos deudores con el sistema mientras que los bancos centrales de los países excedentarios acumulan saldos acreedores.



Fuente: National Central Banks Statistics, ECB

En teoría el sistema podría acumular saldos activos o pasivos indefinidamente. Sin embargo, si el colateral de las deudas se degrada o uno de los miembros abandona el euro, el Banco Central europeo podría registrar pérdidas y perder su credibilidad.

En otras palabras, los problemas de balanza de pagos se trasladan al núcleo central del euro.

- c) La tercera es la crisis bancaria. Conviene recordar previamente que en la zona euro gran parte de la financiación al sector privado y público proviene del sector bancario y que este es muy diverso y tiene una dimensión fundamentalmente nacional. La crisis bancaria ha tenido dos brotes diferentes, en 2008 y en 2009. En el primero se manifestaron los problemas derivados de los activos tóxicos difundidos por el sistema financiero norteamericano y del estallido de la burbuja inmobiliaria en algunos países europeos. En el segundo aparecieron los problemas no resueltos del primer brote a los que se añadieron el de la valoración de la deuda pública y la escasez de capital de alta calidad.

En este contexto, la crisis se manifiesta tanto en el activo como en el pasivo de los bancos de la eurozona. Por el lado del activo, los bancos de los países que padecieron la burbuja

inmobiliaria poseen unos bienes de valor incierto que aún no han saneado, salvo la solución del “banco malo” en Irlanda. También mantienen unas posiciones en deuda pública de los países más frágiles que no es segura y que en buena medida no han asegurado. Además, algunos expertos consideran que existen aún ocultos residuos de activos tóxicos del primer brote no suficientemente saneados. Por último, la desaceleración en algunos y la recesión en otros lleva consigo el aumento de la tasa de morosidad y el deterioro de la calidad del activo.

Por el lado del pasivo, los bancos de la zona euro están mucho más apalancados que los americanos y tienen una escasez de capital tanto en términos absolutos como relativos. Además, los de los países más débiles han visto cortado su acceso a los mercados mayoristas de financiación y todos han tenido problemas para acceder a la financiación en dólares. Por último, la recesión está originando una caída sustancial de los depósitos.

Estos problemas vienen acompañados por otros más generales. El primero consiste en la incertidumbre y la desconfianza sobre la situación real de las entidades bancarias. La “prueba de esfuerzo” a la que fueron sometidas por la Autoridad Bancaria Europea (EBA) no despejaron estos recelos. El segundo se refiere a la reacción de los bancos a la inyección de liquidez proporcionada por el BCE, orientada a comprar su deuda pública o depositarla de nuevo en el BCE. Y el tercero, tiene que ver con el aumento de capital recomendado por la EBA, que parece saldarse con reducciones adicionales de la actividad crediticia.

En definitiva, los mercados interbancarios han dejado de funcionar, los bancos deben sanear sus balances y algunas entidades son insolventes. Pero la reestructuración es lenta e incierta y se ha generado una restricción del crédito al sector privado que lleva a convertir una desaceleración económica en una recesión. Poco a poco, las crisis de algunos de los sistemas bancarios nacionales van convirtiéndose en una crisis de la banca de la eurozona.

- d) Finalmente, la cuarta crisis es la política, que aquí nos interesa en lo que atañe al proceso de toma de decisiones, lento y tortuoso, que dificulta el diseño y la adopción de políticas contra la crisis y ninguna credibilidad.

Se pueden señalar muchos ejemplos de estas disfuncionalidades. Uno importante es la desinstitucionalización del proceso de decisión en el que el Presidente francés y la Canciller alemana toman decisiones al margen de la Comisión y la presidencia del Consejo y de los Estados Miembros. Otro es el de las discrepancias entre el BCE y los órganos de UE y los gobiernos sobre las responsabilidades de cada uno en la resolución de la crisis. O sobre la asunción del BCE de pérdidas en la reestructuración de la deuda griega o las indecisiones sobre el tamaño de los fondos de rescate europeos (EFSF, ESM) y su entrada en vigor. O respecto a si se permitirá a otros países seguir el camino de Grecia o esta será un caso único. O las vacilaciones sobre cuándo se deben realizar los test de esfuerzo y qué deben incluir. O la influencia de las instancias comunitarias en los cambios de gobierno de los países miembros.

Estos ejemplos, y seguro que cada lector podrá añadir alguno más, muestran una Unión Europea con grandes dificultades para adoptar una posición común ante los problemas, con un proceso de ejecución que los retrasa y merma su efectividad, con contradicciones y rectificaciones que dañan la credibilidad y con una percepción por parte de los ciudadanos que le resta legitimidad.

3. El pecado original del euro

La crisis ha vuelto a resucitar muchos de los debates que los economistas sostuvieron en los años previos a su nacimiento. Así, vuelven a debatirse los criterios que deben cumplir los países para compartir moneda o si la moneda única propicia la convergencia entre las economías que la comparten.

Sin embargo, algunos de los economistas más influyentes señalan los aspectos fiscales como el origen de la crisis y el principal fallo en el diseño del euro. Para estos economistas la crisis es ante todo fiscal, causada por los déficits públicos de algunos países de la eurozona, y resulta difícil de solucionar debido a la ausencia de un presupuesto central (o federal) de una magnitud suficiente para respaldar a las economías más débiles. Ante un shock asimétrico (un problema en uno de los países de la zona) las transferencias del presupuesto federal suavizarían el ajuste y su respaldo al país con problemas evitaría que los correspondientes déficits públicos condujeran a la quiebra de esos países.

Cabe oponer varios argumentos a esta visión de la crisis. En primer lugar, el origen de la crisis, salvo en Grecia, no es fiscal, sino que, como muestran el cuadro 1 y el cuadro 2, los problemas fiscales se derivan de la recesión económica y de los problemas de financiación de los estados. Los problemas han aparecido en países que hasta la crisis cumplieron las reglas fiscales del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, mientras que algunos de los países con unos niveles elevados de deuda no han tenido problemas para financiarse. Aunque la crisis tenga un indudable contenido fiscal, no parece residir aquí su origen.

En segundo lugar, en el caso de que los shocks sean permanentes (por ejemplo, una reducción efectiva de la riqueza del país por una reducción del valor de sus activos) las transferencias fiscales no evitan la necesidad de ajustes profundos en la economía.

En tercer lugar, la unión monetaria se construyó bajo unas premisas fiscales diferentes. Dados los criterios fiscales del tratado de Maastricht y del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, los países participantes en la Moneda Única deberían tener unas finanzas públicas razonablemente saneadas, lo que les permitiría financiarse en los mercados internacionales con objeto de suavizar los procesos de ajuste sin comprometer al resto de los socios.

Lo que precipitó la crisis y la convirtió en un riesgo para la Moneda Única no fue la primera parte de esta ecuación fiscal, sino la segunda, la financiera. El pecado original del euro sería, entonces, no el diseño fiscal sino la escasa integración de los mercados financieros, o mejor bancarios: el nacionalismo bancario.

Para explicarlo brevemente conviene recurrir a una de las paradojas que ha preocupado a los especialistas en economía internacional y que es especial relevante en el caso de una unión monetaria. A diferencia de los países, las regiones de un mismo país no experimentan crisis de balanza de pagos.

La explicación no reside sólo en que los trabajadores emigren de las regiones afectadas por una crisis y que las transferencias fiscales suavicen los efectos de la crisis. Las regiones no experimentan crisis de balanza de pagos porque el sistema financiero y bancario es único para el conjunto del país. Esto tiene dos efectos. Por un lado, los riesgos generados en esa región se reparten en el conjunto del país, y el respaldo a los bancos se realiza con el conjunto de los recursos del país. El riesgo de que una crisis en una región se convierta en una crisis bancaria y esta a su vez se traslade a una crisis fiscal es muy pequeño. Por otro lado, los bancos nacionales siguen discriminando entre clientes buenos y malos en la región y seguirán canalizando el ahorro

de las regiones sin crisis a quienes sean solventes en las regiones con problemas, de forma que no se produce una ruptura de los canales del crédito (credit crunch).

En los países, por el contrario, el riesgo se concentra; se traslada de los agentes económicos al sector bancario y de este al sector público y, para las inversiones exteriores, la percepción del riesgo afecta al conjunto de la economía con problemas y no a los agentes individuales, por lo que se produce una restricción generalizada a la financiación.

El problema básico de la crisis actual sería, por tanto, la existencia de una moneda común mientras persisten sistemas financieros y bancarios (regulación, supervisión y aseguramiento) nacionales.

4. Las soluciones

A medida que la crisis se prolonga, el panorama de las políticas económicas se vuelve más confuso. Se discute sobre los estímulos y la austeridad fiscal; sobre los efectos de las políticas monetarias heterodoxas y su alcance; sobre la regulación del sistema financiero y sobre las reformas estructurales y sobre devaluaciones internas o externas, sin que aparezca un cierto consenso o, al menos, un hilo conductor claro.

En la Unión Europea la situación se vuelve aún más confusa, pues a la falta de orientación clara de las políticas económicas se une un permanente baile de cambios, anuncios de decisiones, aplazamientos, confrontaciones y acuerdos.

Sin embargo, entre todo este ruido parece existir un cierto orden. Fred Bergsten, del *Peterson Institute for International Economics*, proporciona un esquema que permite interpretar el camino europeo para la solución de la crisis.

Según este autor, se podría considerar la elaboración de las políticas europeas como un juego entre varios agentes (los países del euro, el BCE, el FMI y el resto del mundo) y un objetivo (salvar el euro y superar la crisis).

En este juego, se tomaron todas las medidas necesarias para evitar el colapso del euro, pero con dos condicionantes. Cada participante trata de soportar el menor coste posible de las medidas adoptadas y cada medida adoptada debe ser suficiente para resolver el problema inmediato pero debe mantener la presión sobre quienes se considera que tienen que adoptar medidas adicionales.

Este proceso de decisión, que la prensa internacional ya ha bautizado como “*brickmanship*” (decisión al límite) permite entender el alcance y la sucesión de medidas adoptadas en la UE y también la confusión que las rodea. Así, el establecimiento y tamaño del primer y segundo fondo de rescate europeo han tratado de no proporcionar seguridad a los países con problemas hasta que no han empezado a adoptar reformas internas serias. Hasta que no se acordó el nuevo compromiso fiscal no se puso en marcha la financiación necesaria para el BCE. Hasta que no estén en marcha los procesos de devaluación interna en los países no se aplicarán los mecanismos de rescate hasta la cantidad considerada suficiente.

Si este esquema es correcto, significa que los siguientes pasos de la UE serán el reclamado estímulo fiscal de los países del norte una vez que las reformas en el sur sean efectivas y la emisión de eurobonos cuando los sistemas bancarios y las cuentas públicas profundicen en su efectivo saneamiento.

Esta es una interpretación optimista que permite vislumbrar una salida de las crisis que aquejan a los países europeos y una eurozona más fuerte e integrada.

Sin embargo, nada impide que un error de cálculo o un acontecimiento desconocido precipite la catástrofe que una negociación permanente al borde del precipicio parece estar convocando.

Tampoco parece plausible que los ciudadanos admitan durante mucho tiempo un proceso de decisión tan opaco y arriesgado.

5. Coda

Las múltiples crisis de euro todavía seguirán ocupando a los economistas y preocupando a los ciudadanos durante mucho tiempo. Para los economistas queda aún la insostenible posición de Grecia en el euro a pesar del segundo rescate, los detalles de la construcción de un sistema bancario paneuropeo y el enigma de la crisis perdida (la no depreciación del euro).

Para los ciudadanos la necesidad de una Unión Europea con un procedimiento de decisión democrático y transparente que no añada humillación y angustia a los sacrificios que exigen las políticas económicas.