

# Las desdichas del euro

**Manuel Conthe**

Las crisis que están padeciendo España y otros países miembros del euro –como Grecia, Portugal, Irlanda y, en menor medida, Italia– no son idénticas, pero tienen dos causas comunes. Primero, el efecto pernicioso de la caída de los tipos de interés que vivieron desde poco antes de su ingreso en el euro, agravada por los bajos tipos de interés que mantuvo el Banco Central Europeo (BCE) para seguir la pauta de la Reserva Federal y sacar a Alemania del estancamiento. Si en Grecia, Portugal o Italia ese “paraíso” de tipos bajos llevó a un *dolce far niente*, en España e Irlanda produjo la que llamaré “desdicha de las plegarias cumplidas”. Y segundo, las debilidades y lagunas institucionales de la unión monetaria consagrada en 1992 por el Tratado de Maastricht, que nos quedó “medio cruda” (*half-baked*), por usar una conocida expresión previa de los euroescépticos.

Los euroescépticos criticaron el euro como un insensato proyecto político que pretendía hacer compartir la misma moneda a países que ni formaban una zona monetaria óptima, ni estaban dispuestos a crear una gran Hacienda federal que actuara como estabilizadora automática. También los defensores de la moneda única la ensalzaron como un proyecto esencial-

La moneda única cumplió los anhelos económicos de sus miembros al abaratar la financiación, lo que luego se demostró fatal, al sumirles en una grave crisis de la deuda. Las reformas de calado son imprescindibles para cocinar una unión monetaria hoy ‘medio cruda’.

mente político, que cimentaría los vínculos económicos entre Estados y constituiría un paso decisivo hacia la anhelada unión política.

Ese compartido hincapié en la dimensión política del euro olvida, a mi juicio, la razón primordial que atizó el deseo de muchos países –y, en particular, de sus directores del Tesoro– por compartir la moneda con Alemania: disfrutar de unos tipos de interés tan bajos como los alemanes y abaratar su financiación, mucho más onerosa cuando se llevaba a cabo en las antiguas monedas nacionales.

Nuestro anhelo de que los tipos de interés bajaran se cumplió con creces, pero nos ocasionó la desdicha anunciada por Santa Teresa: “Se derraman más lágrimas por las plegarias atendidas que por las no cumplidas”, temprana versión de la maldición que Oscar Wilde popularizaría en *Un marido ideal*: “Cuando los dioses nos quieren castigar, hacen que se cumplan nuestros deseos”.

En efecto, España no estaba preparada para unos tipos de interés tan bajos como los del período 1999-2007. Provocaron una explosión del crédito, una burbuja inmobiliaria y una euforia económica que ocasionaron una elevación de costes y de precios, así como un exceso de demanda interna, que le hicieron perder competitividad internacional; generaron un descomunal déficit en la balanza de pagos por cuenta corriente –que rozó el 11 por cien del PIB en 2007– y ocasionaron un aumento de ingresos fiscales

**Manuel Conthe** ha sido presidente de la CNMV. Fue también consejero del Banco de España y representó a España en la negociación sobre la Unión Económica y Monetaria.

que nos hizo creer a todos –incluidos la Comisión Europea y el Fondo Monetario Internacional (FMI)– que España tenía un superávit presupuestario estructural.

El prolongado déficit exterior engendró el elevado endeudamiento externo que España todavía padece, financiado por Alemania y por otros países acreedores con elevados superávits en su balanza de pagos.

## Una unión monetaria medio cruda

La Unión Económica y Monetaria que diseñó el Tratado de Maastricht carecía de mecanismos eficaces para:

- Evitar la acumulación de desequilibrios macroeconómicos fundamentales en sus países miembros –entre ellos, déficit graves de balanza de pagos y pérdida de competitividad–.
- Evitar la aparición de vulnerabilidades graves en el sistema bancario de la zona euro y de sus países miembros.
- Forzar a los países, en épocas de bonanza, a sanear a fondo sus finanzas públicas y reducir de forma drástica su nivel de deuda pública.
- Preservar la estabilidad financiera en la zona euro y la capacidad de financiación de sus Estados miembros durante crisis graves.

¿Por qué? La unión monetaria se fraguó en pleno apogeo de la doctrina económica que sostenía que los mercados financieros son eficientes, y los grandes problemas económicos y financieros proceden siempre del sector público. Bastaba, pues, que la política monetaria velara por la estabilidad de los precios y que se evitaran desequilibrios en las finanzas públicas. Corolario de esa benévola visión del endeudamiento privado fue la irrelevancia de los desequilibrios de la balanza de pagos, conocida como doctrina Lawson, desde que en los años ochenta el canciller del Tesoro británico negara trascendencia al elevado déficit de la balanza de pagos de Reino Unido, fruto –a su juicio– de sabias decisiones del sector privado.

Por eso, ninguno de los criterios de convergencia del tratado se refirió a la balanza de pagos. Y a ello obedeció también que España mereciera elogios de la Comisión Europea y del FMI hasta 2007, en razón del superávit presupuestario que por entonces tenía, a pesar del grave déficit de su balanza de pagos. Tranquilizado por esa confusión, hasta mayo de 2010 el presidente español, José Luis Rodríguez Zapatero, creyó equivocadamente que España tenía, gracias a su bajo nivel de deuda pública, margen de maniobra para políticas anticíclicas.

Como singular excepción a la fe en los mercados financieros, el tratado incorporó límites a los déficit presupuestarios y al nivel de deuda pública, como proporción del PIB. Pero tales reglas, a pesar de la interpretación rigurosa que quiso darles en 1997 el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, resultaron poco eficaces por el deseo de que se incorporaran a la unión monetaria Italia y Bélgica; por la negativa de Alemania y Francia a que se les aplicaran a ellos en 2003; y, sobre todo, por la dificultad de aplicarlas en períodos de bonanza económica, en los que los déficit presupuestarios descendieron por debajo del límite del tres por cien del PIB –gracias en gran medida a la bajada de los tipos de interés– incluso en países con un nivel de deuda pública muy elevado, como Grecia o Italia.

Los negociadores alemanes hicieron suya la idea que Reino Unido había formulado como alternativa a los límites al déficit y a la deuda, y se incorporó al tratado una cláusula de no-corresponsabilidad por deudas nacionales, que –de forma equivocada– se dio en llamar de “no *bail-out*”, como si prohibiera las operaciones voluntarias de salvamento de un Estado en crisis (una cosa es, sin embargo, que un acreedor no pueda ejecutar a los padres de un deudor si no figuran como avalistas; y otra distinta que los padres no puedan de manera voluntaria ayudar a su hijo a solventar sus deudas).

Durante las negociaciones del tratado también se debatió si el BCE debería asumir funciones de supervisión bancaria. Al final, el Bundesbank exigió que el tratado no se las atribuyera, pero, en un atisbo de lucidez, se permitió que el Consejo de Ministros, por unanimidad, previa consulta al BCE, pudiera hacerlo, como acordó el verano de 2012.

## Crisis legadas versus crisis futuras

Las debilidades congénitas de la unión monetaria quedaron al descubierto cuando la crisis financiera internacional se transformó, a finales de 2009, en una crisis de deuda soberana cuyo epicentro se situó primero en Grecia, pero se desplazó más tarde hacia otros países de la zona euro, como Irlanda, Portugal y, en menor medida, España e Italia.

Como siempre ocurre, la crisis suscitó a los países e instituciones de la zona euro dos problemas distintos:

- Cómo resolver la crisis ya producida (*crisis management*) y repartir sus costes (*legacy costs*);
- Cómo evitar crisis similares en el futuro (*crisis prevention*).

Por desgracia, no siempre es fácil cohonestar ambos objetivos: para superar una crisis pueden resultar precisas medidas excepcionales a contrapelo de la ortodoxia o de las cautelas aconsejables para prevenir crisis futuras.

Así, si a las entidades de crédito se les exige, para que capeen con éxito las futuras crisis, un reforzamiento prematuro excesivo de sus recursos propios, lo intentarán “cortando el grifo” de los nuevos préstamos de forma simultánea e inmediata, lo que agravará la crisis en curso. De igual forma, si los grandes países acreedores, como Alemania o Países Bajos, siguen, tras el inicio de la crisis, considerando virtuosas sus tradicionales políticas de austeridad y contención de la demanda interna, harán imposible que los países deudores –como España– puedan corregir el desequilibrio de sus cuentas exteriores y disminuir su endeudamiento.

Desde el inicio de la crisis financiera, los países miembros del euro han adoptado un rosario de medidas inconcebibles cuando se negoció el Tratado de Maastricht. El BCE fue pionero con su temprana oferta de financiación en dólares, en agosto de 2007; con el posterior ofrecimiento a los bancos de financiación ilimitada en euros, a plazos que se fueron alargando hasta alcanzar los tres años en las subastas de noviembre de 2011 y febrero de 2012, con reglas cada vez más flexibles sobre la calidad de los activos entregados en garantía; o con las compras de deuda pública de países en aprietos, cuya última manifestación ha sido el programa de Outright Monetary Transactions (OMT), anunciado por el presidente del BCE en verano de 2012, para aquellos países, como España, que soliciten oficialmente ayuda.

Alemania ha terminado aceptando como inevitables los mecanismos de rescate: tras su aprobación excepcional para Grecia en 2010 y su posterior transformación en un Fondo Europeo de Estabilidad Financiera, se han incorporado al tratado como un permanente Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE), cuyos usos se han ampliado de forma que podrá utilizarse también para comprar deuda pública o para la recapitalización de bancos en crisis. Su aprobación exigió, como contrapartida, que los países aceptaran la incorporación a su derecho interno de reglas fiscales inspiradas en las del tratado (como la incluida en el artículo 135 de la Constitución española).

En junio de 2012, el Consejo Europeo dio un paso trascendental cuando aprobó que el BCE se convirtiera en el supervisor prudencial único de las entidades financieras de la zona euro. Es cierto que la unión bancaria solo será plena cuando esté respaldada por un fondo europeo de garantía de depósitos –financiado por las entidades de depósito europeas– y de un mecanismo europeo de reestructuración bancaria. Las controversias sobre la

fecha efectiva de asunción efectiva por el BCE de sus nuevas funciones y sobre si los fondos del MEDE podrán aplicarse con carácter retroactivo a la reestructuración de bancos afectados por la crisis pasada son discrepancias políticas comprensibles en el camino hacia una genuina unión bancaria.

Cabe esperar que a la unión bancaria le sigan, más adelante, otros avances hacia una mayor integración fiscal, como la creación de una autoridad fiscal única capaz no solo de sancionar a los Estados que incumplan las reglas fiscales, sino de favorecer la cooperación entre Estados y evitar la asimetría de los ajustes, de forma que el efecto contractivo de los ajustes en países deudores se vea más correspondido por impulsos expansivos de la demanda en los países acreedores.

Todas esas reformas institucionales serán esenciales para que la unión monetaria “medio cruda” del Tratado de Maastricht alcance su punto y resulte sostenible. Pero deberán complementarse con un denodado esfuerzo para que:

- España y los demás países deudores corrijan los desequilibrios fundamentales –en sus cuentas exteriores, en las cuentas públicas y en su sistema financiero– que acumularon durante los años de bonanza; y para que introduzcan en sus economías la flexibilidad que debieran haber conseguido antes de integrarse en la unión monetaria. En España se necesita que una gran mayoría de ciudadanos se persuada de que su bienestar no dependerá de la apasionada reclamación a los gobernantes de supuestos derechos adquiridos, sino de la pujanza de sus empresas y de su capacidad de competir en la economía internacional, sin las que será quimérico cualquier Estado de bienestar.

- Alemania y los países acreedores favorezcan, de forma inteligente, el crecimiento de su demanda interna y el de la zona euro, en tanto los países deudores ajustan sus desequilibrios.

Acertaron doblemente quienes, desde Alemania, señalaron que una unión monetaria no sería sostenible a largo plazo sin mayor integración política; y advirtieron, en vísperas de que se iniciara, que algunos países, aunque cumplían los criterios estadísticos de convergencia, no estaban todavía preparados para integrarse en ella y renunciar al tipo de cambio como mecanismo de ajuste.

Aunque la desdicha anunciada por Santa Teresa es ya inevitable, confiemos en que las señaladas reformas nos eviten la desgracia mucho más grave que en su *Oráculo manual y arte de la prudencia* enunció Baltasar Gracián: “Desaire común es de afortunados tener muy favorables los principios y muy trágicos los fines”.