

# Balanza de pagos: del análisis a la controversia

**Luis Martí**

Más de una vez se escucha que la etapa de grandes líderes europeos se agotó con quienes pusieron en pie la moneda única. Está claro que el género humano conserva muy viva la añoranza de que tuvo que existir alguna Edad Dorada en que todo fue mejor. Los actuales líderes, los gestores de la crisis, son indecisos, han cometido serias equivocaciones y continuamente parecen desbordados por los acontecimientos. Sin embargo, me parece sumamente injusto fundamentar estas críticas en comparaciones simplistas con imágenes de archivo de aquellos señeros políticos que, hace una veintena de años, crearon la unión monetaria.

Creo que vale la pena recordar brevemente que los idealizados impulsores de la moneda común, la Unión Económica y Monetaria (UEM), mostraron deficiencias notables en el lanzamiento del proyecto. Joseph Nye (2008), un teórico destacado de los estudios sobre liderazgo, señalaba algo que parece elemental. Los grandes líderes deben poseer capacidad gestora, no porque sobre ellos recaiga la gestión del día a día, sino porque deben saber plantear interrogantes básicos para asegurarse de que, trasladadas a la terca realidad, sus grandes visiones serán operativas en manos de los futuros gestores. A la

Luis Martí es técnico comercial y economista del Estado y miembro del consejo asesor de ECONOMÍA EXTERIOR.

Un ejemplo entre muchos de la fatal imprevisión de los padres de la unión monetaria lo ofrece el análisis de la balanza de pagos. A los líderes actuales les toca improvisar fórmulas, a remolque de acontecimientos provocados por varias crisis nacionales simultáneas.

luz de las respuestas, deben reunir el valor necesario para reconsiderar problemas ya discutidos, revisar su enfoque y, en último término, pasar página y renunciar. Nye sugiere, en el fondo, una idea tan simple como la de que los transformadores sociales queden razonablemente satisfechos de que su proyecto pueda generar, realmente, la transformación prevista.

## Desafío a la teoría

El proyecto de moneda única –desde el informe Delors (1999) al Tratado de Maastricht (1992) y luego al Plan de Estabilidad y Crecimiento (1997)– es un ejemplo en el que la preocupación por la eficacia no acompañó al grandioso empuje político de los líderes del momento. El proyecto era excepcional. Nunca se había creado una moneda sin el soporte de un Estado.

El mundo académico –Mundell (1961), McKinnon (1963)– ya había estudiado seriamente modelos de unión monetaria, marcos conceptuales cuyo elemento central era siempre el grado de homogeneidad entre las economías participantes. Solo una relativa homogeneidad garantizaría el funcionamiento sin fricciones de lo que se denominó “área monetaria óptima” (este último adjetivo es algo pretencioso y el lector haría mejor en leer, simplemente, “factible”). Los economistas definieron distintos factores críticos, como la movilidad del trabajo, la apertura al exterior o el sistema

fiscal, que condicionarían el éxito de cualquier proyecto de unificación monetaria, pero la homogeneidad debía establecerse realmente en una coincidencia entre planteamientos de política económica –equilibrio presupuestario, tolerancia a la inflación, por ejemplo– y la capacidad institucional requerida –burocracias eficientes, por ejemplo–.

En Europa las disparidades eran obvias. Los modelos de varios candidatos alineados para el ingreso a finales de los años noventa distaban de guardar homogeneidad con el resto. De salida, el proyecto no podía calificarse en ningún caso como área monetaria óptima (=factible). Admitamos que los grandes líderes no tenían por qué estar personalmente al corriente de la literatura económica producida sobre el tema, pero les rodeaban excelentes profesionales a los que, suponemos, escuchaban en el momento oportuno. No parece haber sido el caso. Evidentes divergencias entre candidatos se pasaron por alto al establecer un cuadro de requisitos puramente coyunturales para permitir, primero, el acceso, y luego, la continuidad. No se analizaron los problemas potenciales derivados de la marcada singularidad de algunas economías ni se consideró la posibilidad de un periodo asistido de “precalentamiento”, de aproximación de estructuras, previo al ingreso. En cambio, se sobreentendió –los sobreentendidos no se razonan– que, cumplidos los requisitos mínimos de entrada, todos los miembros iban a converger en la misma fase del ciclo y, por tanto, responderían con políticas fiscales coherentes al objetivo central de estabilidad monetaria. Fue una “apuesta”, como dice Pisani-Ferry (2011), basada en la confianza de que el impulso integrador de la moneda común generaría los mecanismos de flexibilidad necesarios.

### Imposición del escenario único: *do's* y *don'ts*

Por eso el proyecto de moneda común no incorporó mecanismos en anticipación de que algunas economías pudieran ser más vulnerables a una crisis general, o sufrir en solitario una crisis asimétrica (tal vez autoinflingida), o adoptar una actitud más displicente o menos eficaz respecto a los compromisos asumidos (fuera por razones o sinrazones políticas o, simplemente, por ineficiencia administrativa). Prevaleció, en definitiva, un criterio de máxima apertura que no discriminase entre países aspirantes con tal de que cumplieren, y se comprometiesen a seguir cumpliendo, las condiciones de entrada. El proyecto de unión monetaria sin duda merecía una decisión valiente. Lo que es de lamentar es que los líderes europeos no quisieran someterla a pruebas de realismo y viabilidad.

Un núcleo duro de países habría conformado lo que el mundo académico denominaba área monetaria óptima. Tal vez hubiera sido razonable reconocer esta realidad, limitar en un principio la zona euro a ese núcleo y definir como objetivo prioritario europeo la asistencia a los demás candidatos dispuestos a introducir las reformas necesarias para homogeneizar el grupo y facilitar su funcionamiento sin fricciones. Esta reflexión no surge *ex post*: la habían hecho ya mucho antes economistas y sociólogos alemanes. ¿Es que los líderes, pagados de un protagonismo histórico, consideraban su obra perfecta y desdeñaron exponerla a los tests que son corrientes en cualquier planificación estratégica? En el sector privado un proyecto solamente se adopta como modelo operativo si sale airoso de las pruebas del “qué ocurriría si...”, esto es, cuando responde positivamente, dentro de márgenes tolerables, al enfrentarlo a varios escenarios de diferente gravedad y probabilidad. De lo contrario, el proyecto tendrá que rehacerse o será rechazado.

Las inconsistencias y carencias han aparecido después, y no precisamente en puntos accesorios: Grecia y Portugal, por ejemplo, anotaron déficit presupuestarios año tras año desde su ingreso. Los de Grecia fueron sistemáticamente superiores o muy superiores al tres por cien, y nadie debiera haberse sorprendido al inicio de la crisis ante una relación deuda/PIB que era claramente insostenible para cualquier definición de insostenibilidad de deuda. Un informe de 2012, del CESifo alemán junto con algunos académicos europeos, señala contundentemente refiriéndose al Banco Central Europeo (BCE), aunque extensible a todo el marco institucional de la UEM, que “los tratados no consideraron ningún mecanismo explícito para gestionar una crisis”.

Han sido los líderes actuales quienes han afrontado la tarea de improvisar fórmulas a remolque de acontecimientos desencadenados por varias crisis nacionales simultáneas. El marco diseñado en los años noventa les señalaba lo que no podían hacer –*bail-outs* (artículos 123 y 125 del actual texto)–, pero no lo que debían hacer –la posibilidad de asistencia financiera se restringía, con ironía seguramente no pretendida, al caso de difi-

**El marco diseñado en los años noventa señalaba a los líderes actuales lo que no podían hacer, pero no lo que debían hacer**

cultades ajenas a la política económica (artículo 122.2); y la asistencia por dificultades de balanza de pagos (artículo 143), nuevo golpe de ironía, se puso a disposición de los países miembros *with a derogation*, o sea, de los países no-euro-. La preocupación del Bundesbank por los desmanes fiscales se tradujo en prolijas regulaciones –como la del artículo 126 y el protocolo 12 sobre déficit y deuda–, pero ignorando vías prácticas de identificación de crisis de origen no fiscal –como la que puede generar un proceso de sobreinversión privada–, la importancia de la balanza por cuenta corriente como mecanismo de alerta y, por supuesto, posibles mecanismos de reacción y asistencia.

Se pueden y deben elevar críticas a la falta de visión y de habilidad del liderazgo actual, pero ciertamente no porque se haya desaprovechado el instrumental de gestión de crisis que unos supervalorados antecesores no legaron, ya que, aparentemente, pensaban que nunca habría crisis.

### ¿Importa la balanza de pagos en una unión monetaria?

Un ejemplo entre muchos de esta fatal imprevisión lo ofrece el análisis de balanza de pagos. Una moneda única convierte los flujos de pagos intra-zona en flujos puramente intrarregionales como los que se registran dentro de un país. Claro que la balanza por cuenta corriente –bienes, servicios o rentas de inversión, que incluyen intereses de la deuda– seguiría registrando déficits –ocasionales o crónicos– en los países menos avanzados, pero el sistema financiero de la zona euro aseguraría financiación en condiciones normales para cualquier demandante solvente, fuese a través del mercado de capitales o mediante el tradicional entramado de líneas de crédito interbancarias. Para las economías menos avanzadas incorporadas a la zona euro, incluso las deficitarias crónicas, la insuficiencia del ahorro nacional dejaría de constituir una restricción. Las aportaciones de ahorro externo (superávit de la cuenta financiera) nivelarían sistemáticamente las necesidades de inversión (reflejo del déficit en cuenta corriente). Esta doctrina se llega a hacer explícita en un informe de la Comisión Europea de 1990. Sería el fin de las históricas crisis de confianza provocadas por escasez de divisas que, durante tantos años, obligaron a muchos países a ocasionales, o frecuentes, apelaciones a los recursos y condicionalidad del Fondo Monetario Internacional (FMI). Entiéndase bien el sentido de esta afirmación. No se trata de que la moneda común haga desaparecer los déficits, sino que ya no interesan: dejan de ser problema. El sector financiero privado asegura la financiación fluida

de transacciones reales dentro de la zona euro. De ahí que el modelo de gobernanza económica puesto en vigor para la zona euro se desentienda de estas variables.

No faltaron voces de alerta ante este planteamiento: Buitier y otros (1993), Garber –el tratadista de las burbujas especulativas– o de Grauwe –quien acertadamente identificó los riesgos para Europa de una sobreinversión privada como la ocurrida en Asia en 1997-98–, pero la zona euro oficial se atuvo al modelo recibido.

### Suenan alarmas (que no se escuchan)

Sin embargo, algunos datos sugerían que el choque con la realidad tendría que producirse en algún momento. Grecia, Portugal o España presentaban sistemáticamente déficit en cuenta corriente desde su ingreso en la zona euro: en el caso de Portugal no fueron inferiores al ocho por cien del PIB, en el de Grecia se movieron entre el 11 por cien (2006) y casi el 15 por cien (2008), y en España, el crecimiento asociado a la burbuja inmobiliaria los duplicó prácticamente desde el 5,2 por cien (2004) hasta un entorno del 10 por cien (2007 y 2008). Los déficits irlandeses, más moderados, no llegaron a sobrepasar el cinco por cien más que dos años seguidos (2007 y 2008). Tenía que ser evidente que estos datos no guardaban coherencia con la participación en una unión monetaria. Pero durante varios años reinó una notable despreocupación por el curso futuro de los acontecimientos. Ni el sector público ni el privado encontraban problemas de financiación, nacional o europea. Es más, el sector público pudo emitir a costes próximos a los que soportaba el emisor europeo de referencia, Alemania. Las líneas de crédito entre bancos europeos funcionaron con entera normalidad, facilitando la financiación regular de la cuenta corriente.

Es importante subrayar el papel de los mercados a lo largo de ese proceso. Los mercados, hoy tan hipersensibles al riesgo, no hicieron entonces gala de especial sabiduría. Ni percibieron los riesgos asociados a fenómenos de desbordante sobreinversión privada, ni la diferente trayectoria de algunas cuentas públicas les sugirió la prudencia de discriminar el riesgo soberano por país. Su aportación consistió en financiar cuanto les pedía la demanda.

No era, sin embargo, un proceso sostenible. En distintos momentos, en función de dificultades específicas de cada país y del desigual impacto de la crisis financiera norteamericana sobre entidades europeas, los comités de riesgos de la banca financiadora comenzaron a reclamar medidas prudenciales.

Las líneas de crédito perdieron su automatismo tradicional. Aumentaron las exigencias de colateral, se renovaron por importes más bajos o se cancelaron sin más. Los niveles de prima de riesgo se individualizaron, rompiendo la ingenua noción de que todos podíamos emitir réplicas del Bundesbank.

Resulta difícil de comprender la imprevisión de escenarios de esta naturaleza en la articulación inicial de la UEM y, mucho más aún, la inhibición de la UEM a lo largo del proceso. Puede haber tres explicaciones, aunque ninguna justificación:

- En primer lugar, la confianza en que las crisis serían nacionales, autocontenidas, sin efectos desbordamiento hacia el resto de países miembros.
- En segundo lugar, el marco operativo de la zona euro no estaba concebido para controlar supuestos de sobreinversión especulativa del sector privado. Las dos burbujas, irlandesa y española, eran procesos de mercado y no respondían al modelo.
- Finalmente, faltó imaginación para prever que los déficits públicos –deliberados o consecuencia del frenazo de un auge incontrolado– provocarían crisis soberanas que, a su vez, arrastrarían al sector bancario nacional a su propia crisis añadida –casos irlandés y español– a los problemas derivados de una cartera inmobiliaria muy dañada. Las instituciones no estaban preparadas para romper este “círculo infernal”, ni parecen estarlo años después...

Muchos analistas –con el beneficio, claro está, de la retrospectiva– se han preguntado cómo, en el curso de las múltiples reuniones para examinar el programa económico de cada miembro, no se captó la inminente gravedad que amenazaba a todo el grupo o, si se captó, cómo no orientó un debate político preventivo. Las múltiples reuniones tenían lugar aparentemente para fines puramente informativos y protocolarios. Los acontecimientos llevaron hasta el final su propia lógica destructiva mientras los responsables nacionales y europeos aportaban meramente su inacción. Conviene recordar, de nuevo, que muchos agentes privados –y no solo en Europa– vivieron de, y contribuyeron a la euforia reinante en los mismos mercados que hoy nos abruma con sus severos consejos.

## Los frentes políticos en Alemania

El análisis de la crisis a través del prisma de la balanza de pagos se ha utilizado en particular por un grupo de opinión euroescéptico que alcanza cierta influencia en Alemania. Quizá sea posible, con la licencia de alguna simpli-

ficación, situarlo dentro de los complejos frentes de opinión que debaten acaloradamente sobre el presente y futuro de la zona euro.

Ante todo, la canciller, su ministro de Hacienda, parte –que no toda– de la mayoría parlamentaria de su coalición, la socialdemocracia, los Verdes, muchos académicos y periodistas, algunos medios empresariales e informativos, son conscientes de la trascendencia política de una Europa cohesiva que hoy solamente Alemania puede impulsar, y del interés económico que supone la moneda común para potenciar la densa red de relaciones comerciales intraeuropeas. Es un colectivo heterogéneo que inequívocamente considera el euro positivo para Alemania. Parece estar siempre a la defensiva, haciendo propia la argumentación extrema de los euroescépticos –como el rechazo al eurobono y a la mutualización de la deuda– a fin de asegurarse un espacio de maniobra desde el que impulsar fórmulas parciales contra la crisis que resulten aceptables para la opinión pública. Es una táctica casi siempre equivocada porque obliga a jugar en el espacio que quieren los adversarios. Inesperadamente, la socialdemocracia rompió este molde defensivo en agosto de 2012, preparando el debate electoral de 2013 con propuestas provocativas de sus líderes y la difusión de un breve documento pro-europeo suscrito por conocidos académicos (Habermas, Bofinger y Nida-Rümelin).

Existe otro frente crítico desde el que políticos democristianos y socio-cristianos, académicos y medios informativos importantes señalan sin cesar la dependencia creciente en que se encuentra la periferia respecto del gran *Zahlermeister* de Europa, el maestro-pagador alemán. Los críticos –en este frente, de incansable activismo– saben muy bien que este es un punto de enorme sensibilidad para el ciudadano-estereotipo, contribuyente responsable, previsor frente a la incertidumbre, con quien los imprevisores mediterráneos pretenden compartir sus ahorros. Es un perfecto caldo de cultivo para generar euroescepticismo –y peligrosas actitudes aislacionistas– en la opinión pública. La carta firmada en julio de 2012 por más de 170 académicos expresaba a la perfección la táctica de este grupo: texto breve, simple, impactante en su apelación a los temores del ciudadano corriente ante supuestas cesiones del gobierno alemán a las reclamaciones periféricas

**La crisis del euro es  
caldo de cultivo para  
actitudes euroescépticas  
y aislacionistas en la  
opinión pública europea**

durante la cumbre de 28 y 29 de junio de ese año. Este frente tampoco es uniforme: incluye una corriente seriamente preocupada por las carencias democráticas patentes en las instituciones europeas, y opuesta –desde perspectivas pro-europeas– a la continua apelación al “más Europa” del gobierno alemán. Buena parte de la prensa alemana más sólida acoge en sus páginas firmas solventes empeñadas en esta crítica.

Y por otro lado, un tercer frente lo forma, a solas, la potencia institucional del Bundesbank. La doctrina estabilizadora de este banco central –orgullosamente independiente–, ha sido muy rigurosa desde su creación, y la fortaleza del *Deutsche Mark* fue el mejor ejemplo de su eficacia. La adopción por el BCE de esta doctrina, junto con la prohibición de rescates soberanos, fueron contrapartidas de la renuncia alemana a su independencia monetaria desde 1999. La ortodoxia del BCE no siempre es tan perfecta como para satisfacer a los representantes alemanes en su Consejo de Gobierno, y su ocasional flexibilidad es sistemáticamente objeto de crítica (o de dimisiones), aunque esté muy lejos –a ojos de cualquier analista– de la capacidad que se supondría a cualquier banco central para hacer frente a situaciones excepcionales. Es evidente que entre rigor doctrinario y pragmatismo habilitoso hay fórmulas razonables para actuar comparables a las de la Reserva Federal o el Banco de Inglaterra, instituciones, por otra parte, nada sospechosas de connivencia inflacionaria. Pero en Alemania, la eficacia probada del Bundesbank se ha convertido en dogma. No es fácil que nadie ponga en tela de juicio sus posiciones.

### Karlsruhe: el análisis jurídico

Los euroescépticos alemanes consideran al Tribunal Constitucional (TC) de Karlsruhe como su departamento de reclamaciones. Cada acuerdo que el gobierno cierra en Bruselas con obligaciones económicas, inmediatas o contingentes, da lugar de forma sistemática a la elevación de recursos ante el TC. Desde la decisión positiva sobre el Tratado de Maastricht en 1993, sus sentencias han admitido la conforme constitucionalidad de todas las obligaciones asumidas por Alemania acerca de la UE, pero, en paralelo, han ido generando una jurisprudencia formalista que recorta sensiblemente la capacidad de maniobra del Ejecutivo en su relación con el órgano legislativo.

Esta evolución doctrinal ha sido patente y ha estimulado, si falta hacía, el deseo de seguir probando fortuna en la confianza de que alguna sentencia obligue a revertir o minimizar los planteamientos europeístas de Alemania.

Una sentencia reciente (19 de junio de 2012), admitiendo un recurso del grupo parlamentario de los Verdes, reitera advertencias anteriores acerca del deber constitucional que pesa sobre el Ejecutivo de colaborar con el Bundestag, pero esta vez añade críticas muy duras de tono respecto del comportamiento del gobierno Merkel. El TC tiene ahora en su agenda nada menos que seis recursos contra la constitucionalidad del pacto fiscal y del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE), algunos individuales, otros de asociaciones ciudadanas y uno a iniciativa del partido que en Alemania se denomina *Die Linke*, La Izquierda, anticapitalista y antimilitarista, heredero del Partido Socialista Unificado de la antigua República Democrática Alemana. El presidente Gauck negó su firma a las dos leyes, aprobadas holgadamente por el Legislativo, mientras se encontraran sub iudice. Entre tanto, la incertidumbre generada entre los demás países miembros ha sido notable, máxime cuando el pacto fiscal responde a una entusiasta iniciativa del gobierno alemán, y el MEDE tenía que haber iniciado operaciones desde el 1 de julio de 2012 (con España como potencial cliente).

### Volvamos a la balanza de pagos

El activismo del segundo frente tiene manifestación explícita en su versión crítica del papel del BCE y de los bancos centrales nacionales en el circuito de flujos interior a la zona euro. Los flujos forman parte de la cuenta financiera y de la cuenta corriente, y discurren a través del sistema de liquidaciones interbancarias conocido como *Target2*. Miles de transacciones financieras y comerciales se contabilizan a través de los respectivos bancos centrales nacionales pero, en último término, quedan registradas como saldo deudor o acreedor de cada uno frente al BCE. En el balance del Bundesbank figura, por ejemplo, un abultado saldo acreedor. En el balance de los bancos centrales de países periféricos los saldos, algunos muy elevados, son deudores. El análisis evoca, como es fácil suponer, la dudosa calidad crediticia de la cartera del Bundesbank y, por tanto, las enormes pérdidas a que está expuesto. No es posible entrar aquí en los aspectos técnicos que, por un lado, fundamentan esta crítica y, por otro, permiten deshacerla. Remito al lector interesado a una nota publicada en la revista *Consejeros* (julio 2012), y debo limitarme a un par de comentarios finales.

Dado que la crítica se dirige al alemán medio, sus autores no vacilan en presentar –con poca o ninguna matización– estimaciones maximalistas del riesgo para el Bundesbank de acumular créditos dentro del sistema *Target2*.

No se trata de que el BCE vaya a resultar insolvente, sino de que, en algún momento, la periferia no cubra sus saldos deudores con el BCE y este tenga que distribuir la pérdida entre los bancos centrales solventes. Esto supone manejar el peor escenario posible: la insolvencia de toda la periferia. Cualquier analista prudente calcula siempre los efectos del escenario más desfavorable, aunque de ningún modo confunde una conveniente cifra de referencia con un cuadro de muy baja probabilidad. Cuando a la opinión pública se traslada únicamente esa cifra el efecto es, como sin duda se pretende, impactante.

Y por otra parte, este sistema de liquidaciones es un conducto para operaciones corrientes de operadores privados y no –es importante subrayarlo– para operaciones del sector público. Durante estos últimos años, ha sustituido a la financiación interbancaria privada que, en circunstancias normales, facilita las operaciones financieras y reales dentro de la zona euro, pero en circunstancias anormales, como las que vivimos, se contrae y cae bajo mínimos. Es fácil imaginar la irrelevancia del mercado único –gran logro de Europa–, y probablemente la insostenibilidad de la zona euro, si algunos miembros carecieran de la indispensable financiación corriente. *Target2* no es ciertamente la solución y muchos bancos preferirían operar a través de sus líneas directas, pero actúa como mecanismo alternativo para evitar el colapso de las relaciones comerciales. Claro que algunos tal vez hubieran preferido el derrumbe de la zona euro a la inesperada efectividad de este mecanismo operativo de emergencia.

## CRONOLOGÍA

### Historia del euro

**1957**

El Artículo 105.2 del Tratado de Roma crea un Comité Monetario de carácter consultivo para fomentar la coordinación de las políticas monetarias de los Estados miembros en la medida necesaria para el funcionamiento del Mercado Común.

**1970**

El “Informe Werner” presenta la primera iniciativa europea para establecer una unión económica y monetaria.

**1972**

Los Acuerdos de Basilea establecen el sistema de la “Serpiente Monetaria europea”, que limita las fluctuaciones de sus monedas respecto al dólar dentro de un margen de 2,25 por cien.

**1973**

Se crea el Fondo Europeo de Cooperación Monetaria (Fecom).

**1979**

Se pone en marcha el Sistema Monetario Europeo (SME), con la participación de las monedas de todos los Estados miembros, a excepción de la libra esterlina.

**1985**

La Comisión Delors publica el Libro Blanco sobre el mercado interior.

**1986**

Firma del Acta Única Europea.

**1988**

El Consejo Europeo de Hannover encarga a Jacques Delors, presidente de la Comisión Europea, la creación del comité para el estudio de la unión económica y monetaria.

**1989**

*Abril.* El “Informe Delors” establece tres etapas para la consecución del objetivo de la Unión Monetaria.

*Junio.* El Consejo Europeo de Madrid aprueba el “Informe Delors” y decide poner en marcha la primera etapa de la Unión Económica y Monetaria (UEM) en julio de 1990.