

# La crisis del euro: causas últimas y soluciones duraderas\*

Documento de trabajo 10/11

Diciembre 2011



## Estudios y Análisis Económico

[www.laCaixa.es/estudios](http://www.laCaixa.es/estudios)  
[publicacioneseestudios@lacaixa.es](mailto:publicacioneseestudios@lacaixa.es)

**Jordi Gual**  
Director Ejecutivo de "la Caixa"  
y Economista Jefe

La responsabilidad de las opiniones emitidas en los documentos de esta colección corresponde exclusivamente a sus autores. La **Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona** no se identifica necesariamente con sus opiniones.

© Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona, 2011

© Jordi Gual

La zona euro vive desde finales de 2009 un periodo de enorme turbulencia. Algunos de los países de la unión monetaria sufren serias dificultades financieras, aquejados de elevados niveles de endeudamiento externo, tanto público como privado. La gravedad de la crisis, iniciada en Grecia y que progresivamente se ha extendido a Irlanda, Portugal e incluso ha llegado a afectar a países de la importancia de España e Italia, ha puesto en cuestión la propia viabilidad de la moneda única.

En este breve artículo<sup>1</sup> trataré de ofrecer un análisis de la crisis cuyo tema central es que, para abordar de manera efectiva su resolución, es preciso discernir lo fundamental de lo accesorio. Hay que dilucidar –más allá de los vaivenes de los mercados financieros, las causas profundas de la crisis. Las medidas de política económica que pueden sacar a Europa del trance en que se encuentra no sólo han de ser actuaciones que apacigüen las inquietudes de los mercados financieros. Han de ser decisiones de fondo, que vayan más allá de los síntomas, para atajar en su raíz las deficiencias estructurales en el diseño de la zona euro. Éstas son, en último término, la verdadera causa de la inestabilidad que ha vivido la eurozona estos dos últimos años.

### Las causas próximas de la crisis

El rasgo principal de la crisis de la zona euro es el elevadísimo nivel de deuda exterior, pública y privada, que se ha generado en varios de sus países miembros a lo largo de los últimos doce años.

El endeudamiento internacional de países como Grecia, Portugal o España, que supone en términos de posición inversora exterior neta cifras negativas superiores al 90% del PIB, es el resultado de la conjunción de dos mecanismos que han operado con enorme vigor en el seno de la unión económica y monetaria (UEM) a lo largo de estos años.

---

\* Este artículo se ha publicado en *Revista de Occidente* nº 367, diciembre 2011, editada por la Fundación José Ortega y Gasset.

<sup>1</sup> Agradezco los comentarios de José Luis García Delgado, Avelino Hernández y Enric Fernández a un primer borrador de este artículo.

El primero es el flujo de capitales en el seno de la unión monetaria. Este flujo era de esperar y, de hecho, *a priori* constituía uno de los principales beneficios que la unión debía proporcionar a sus países miembros. Al desaparecer el riesgo de tipo de cambio, la expectativa era que los países económicamente más avanzados de la UEM, con exceso de ahorro, lo invertirían en los países con menor grado de desarrollo, en los cuáles las oportunidades de inversión - y por tanto el previsible retorno del ahorro -, eran superiores.

La previsión de flujos centro-periferia se cumplió, y con creces. A ello contribuyó el segundo mecanismo clave: un entorno internacional de tipos de interés excepcionalmente bajos, a causa de una política monetaria muy expansiva. La búsqueda de rentabilidad de los inversores aumentó la magnitud de los flujos hacia la periferia, aunque con escasa atención, en muchas ocasiones, a la calidad de las inversiones, tanto en el sector público como en el privado. Los países periféricos gozaron de unas condiciones de financiación insólitas, lo que conllevó tanto la promoción de inversiones erróneas (especialmente en infraestructuras públicas y en el sector de la construcción) como el aumento excesivo del gasto corriente. En este gasto excesivo incurrieron muchos ciudadanos, que tal vez creyeron que los aumentos de renta disponible eran permanentes, pero también las administraciones públicas, que expandieron programas de bienestar social de elevados réditos políticos a corto plazo, pero con costes económicos recurrentes.

Además, la generación de estos crecientes desequilibrios se agudizó por el enquistamiento de los diferenciales de inflación en el seno de la UEM. Tras cumplir puntualmente los requisitos de Maastricht, los países periféricos no fueron capaces de eliminar de manera sostenida los diferenciales excesivos de inflación respecto a los países centrales de la UEM. Estos diferenciales persistentes fueron el resultado tanto de la presión de la demanda interna en la periferia como de la ausencia de reformas institucionales en profundidad, que ajustasen los procesos de formación de precios y salarios al nuevo contexto de la moneda única.

Es debatible cuál de las dos fuerzas tuvo mayor importancia pero la consecuencia, en cualquier caso, fue que el exceso de dinero y crédito generó, no sólo tipos nominales bajos, sino también tipos reales claramente negativos, impulsando de este modo el endeudamiento a cotas excepcionales.

Por lo que respecta al sector público, las condiciones de financiación fueron también muy holgadas y constituyen un claro ejemplo de fallo de mercado, en la medida en que la deuda emitida por las administraciones periféricas de la UEM fue percibida por los mercados financieros como prácticamente equivalente a la de los países centrales. Consecuencia ilustrativa: en 2005, por ejemplo, la rentabilidad del bono griego a diez años llegó a cotizar prácticamente a la par con el bono alemán.

Los mecanismos, establecidos en los Tratados de la Unión Europea, que debían impedir estos excesos de gasto público, claramente no funcionaron como debían. Las reglas del Pacto de Estabilidad y Crecimiento no fueron aplicadas de manera rigurosa, la información sobre la contabilidad pública de algunos de los países miembros no fue veraz (sin que las autoridades comunitarias dispusieran de autoridad para comprobarlo), e incluso aquellos países, como España, que tuvieron un superávit presupuestario, no lo priorizaron lo suficiente, al objeto de que cumpliera su papel contracíclico de compensar la excepcional expansión de la demanda interna privada.

A la persistencia de déficits públicos estructurales en muchos países de la unión, en especial en la periferia, se unió el impacto excepcional de la gran contracción de 2009, ocasionada por la crisis financiera internacional que se inicia el verano del 2007 en los Estados Unidos de América. La debacle financiera de 2007-2009 ocasiona un colapso de la actividad económica que muchos gobiernos occidentales tratan de mitigar mediante políticas fiscales expansivas, más o menos coordinadas bajo los auspicios del G-20 y el FMI.

Esas actuaciones probablemente impiden que la caída de la actividad sea aún más acusada en 2009 y 2010, pero conducen a un elevadísimo déficit cíclico. Asimismo, en algunos paí-

ses, como Irlanda o el Reino Unido, la intervención pública para evitar la bancarrota del sector financiero es otro factor que expande el gasto público. Todo ello, en definitiva, supone que a los desequilibrios de endeudamiento internacional del sector privado, debe añadirse gradualmente un endeudamiento público que no deja de elevarse.

Como es habitual, gran parte de este endeudamiento público está en manos de residentes de los países afectados, y por tanto, en principio, como en el caso español, no debiera ser motivo de especial preocupación mientras las cifras de deuda pública total se mantengan en niveles razonables. Sin embargo, no es esto de lo que se trata en la crisis de la Eurozona por una razón muy sencilla y a la vez trascendental. Dicho endeudamiento está denominado en una moneda sobre la cual las autoridades emisoras de deuda no tienen ningún control. En otras palabras, los tesoros nacionales no cuentan con un prestamista de última instancia que ayude a evitar una crisis de liquidez.

La importancia de lo que acaba de señalarse queda de manifiesto si tenemos en cuenta que la Eurozona no tiene, a nivel agregado, un volumen elevado de déficit y deuda pública. De hecho, su posición es sustancialmente mejor que la de zonas monetarias como los Estados Unidos o el Reino Unido. La crisis de la eurozona surge por los desequilibrios de deuda pública de áreas de la UEM que son comparativamente pequeñas. Por ello, si la existencia de esas deudas periféricas llega a cuestionar la viabilidad del conjunto de la UEM, no será por el valor absoluto de esos niveles de endeudamiento, ni por el peso relativo que tengan en relación a las economías en cuestión, sino por el hecho de que dichas economías deben enfrentarse a esos niveles de deuda sin disponer de los mecanismos de ajuste que sí tienen países como Estados Unidos o el Reino Unido: es decir, la devaluación de la moneda, o lo que es muy parecido la generación de elevados niveles de inflación a través en última instancia de la emisión de moneda.

Esta última reflexión nos conduce, de manera lógica, a centrar la discusión, no tanto en las

causas inmediatas que nos han conducido a la situación de crisis, cuanto en el análisis de sus razones últimas.

### Las causas últimas de la crisis

Los dos años que prácticamente han transcurrido desde que se inició la crisis de deuda soberana se han caracterizado por episodios recurrentes de tensiones financieras, con subidas de las primas de riesgo, creación de fondos de rescates, y problemas de liquidez en muchos de los sistemas bancarios europeos.

Este conjunto de fenómenos no son más que los síntomas de los males más profundos que aquejan a la eurozona. Desde su concepción, era bien sabido que los países que formaban la UEM no constituían una zona monetaria óptima y que el edificio institucional del que se dotó al euro sería, a la larga, insuficiente. Un diseño óptimo, se argumentaba, exigía contar, por un lado con una elevada movilidad del factor trabajo y, por otro, con cierto grado de integración fiscal y disciplina presupuestaria centralizada, al objeto de que los desequilibrios de los sectores públicos en algunos de los países miembros (tal vez ocasionados por *shocks* que castigan desproporcionalmente a algún país miembro) no pusieran en cuestión la solidez de la moneda compartida por todos.

Junto a esta insuficiencia inicial, debiera consignarse la importancia de otro aspecto de la UEM al que en su momento no se concedió gran importancia, pero que en último término va a resultar mucho más determinante. Además de los desequilibrios generados por los sectores públicos de los países miembros, se podían generar enormes desequilibrios privados, provocados por la facilidad de financiación que la propia unificación monetaria había hecho posible. Ciertamente, los flujos de capital hacia los países con mayor potencial de crecimiento podían redundar en un periodo de convergencia y acercamiento de los niveles de renta per cápita. Sin embargo, no era menos verdad que dichos flujos también podían dar origen a espirales de gasto corriente e inversión improductiva, que es lo que ha ocu-

rrido en gran medida a lo largo de la primera década de existencia de la moneda única.

En definitiva, el entramado institucional de la unión monetaria que dio lugar al nacimiento del euro no disponía de suficientes mecanismos, ni para evitar el descontrol de las cuentas públicas de sus países miembros, ni para reconducir la situación una vez los desequilibrios ya se habían producido.

De manera similar, la unión monetaria facilitaba la financiación de los déficits por cuenta corriente de los países miembros, hasta extremos que no se habían experimentado antes, pero no proporcionaba indicadores de alerta de en qué medida esos déficits comportaban un endeudamiento excesivo, ni de cómo se podía revertir la situación cuando ya se había generado un enorme desequilibrio.

En ausencia de una elevada movilidad de los trabajadores, los desequilibrios de pagos sólo podían solucionarse o bien con una elevada integración política no contemplada en los Tratados, o con un cambio institucional en los países afectados. Una reforma de las instituciones y los comportamientos habituales que permitiese un ajuste flexible a la baja de sus precios y costes, única manera de suplir la incapacidad de proceder a devaluaciones monetarias para recuperar la competitividad perdida; unas reformas de instituciones básicas de los sistemas económicos que, sin formar parte del arsenal de instrumentos de política de la UEM, aparecían como mucho a título de recomendaciones dadas por las autoridades europeas a los países que persistentemente mostraban tasas de inflación más elevadas y pérdidas constantes de productividad.

Sin movilidad laboral significativa entre países, e incluso con cierto grado de integración y control fiscal centralizado (que solucione los problemas de falta sincronía cíclica entre las diversas economías y la ausencia de disciplina presupuestaria) las pérdidas de competitividad entre zonas seguirían constituyendo un factor de inestabilidad de primer orden para la UEM a largo plazo. En países con unión política, las tensiones se resuelven con mayor o menor éxito, mediante una mezcla de transferencias fiscales transitorias o permanentes, flujos mi-

gratorios y ajustes en los precios y costes, y correspondientemente, en los niveles de vida. Pero la entrada en la zona euro supuso para muchos de los países incorporarse a una unión en la que ninguno de estos mecanismos podía funcionar con agilidad, por lo que el ajuste tenía lugar a través de la generación de paro en un marco de estancamiento económico que dificultaba aún más los problemas concomitantes de endeudamiento. El edificio de la UEM adolecía de un serio defecto de diseño: la ausencia de mecanismos para garantizar la convergencia en productividades o, al menos, mitigar sus efectos en los desequilibrios de pagos.

### **La resolución de la crisis: lo urgente frente a lo importante**

A lo largo de la crisis, la confusión entre las causas próximas y los determinantes últimos de la situación que vive la eurozona, la presión de los mercados financieros y las dificultades políticas que comporta afrontar los problemas de fondo han hecho que el grueso de la atención de los dirigentes políticos se haya centrado en las cuestiones más urgentes. Cuando termina 2011, la UEM tiene esencialmente tres problemas acuciantes generados por la crisis.

El primero es llegar a un acuerdo para el reparto entre las distintas partes implicadas de los costes de la crisis: de las pérdidas acumuladas en la enorme burbuja de deuda generada en los años de expansión. Los excesos de financiación del centro a la periferia, tanto en el sector público como en el privado, se han traducido en cuantiosas inversiones desafortunadas, y mucha financiación de gasto poco productivo, con errores cometidos tanto por el prestatario como por el prestamista. El proceso de desendeudamiento que viven algunos países de la zona euro no es más que un reflejo del pinchazo gradual de la burbuja de deuda. Y en el camino, la insolvencia de entidades financieras, empresas en general e incluso países, exige un complejo acuerdo para el reparto de los quebrantos que dichas insolvencias comportan. Los actores en juego son esencialmente tres: las entidades financieras, los países periféricos afectados –en especial

Grecia—, y los contribuyentes del conjunto de la UEM y, en especial, de los países del centro.

El segundo gran problema de la zona euro es la situación de práctico colapso de la financiación mayorista de la banca europea. Los balances de la banca europea se expandieron notablemente con antelación a la crisis financiera internacional de 2007- 2009, a través de un apalancamiento elevado y un acceso muy significativo a la financiación mayorista. El estallido de la crisis de deuda soberana ha encontrado a las entidades aún muy apalancadas dado que la contracción gradual de la deuda privada había sido en parte compensada por la expansión de la deuda pública que ha sido financiada en gran medida por el sector bancario.

Finalmente, la tercera cuestión urgente que debe afrontar la eurozona en el momento actual es cómo volver a generar crecimiento económico, en un marco en el que muchos de los países de la UEM necesitan llevar a cabo un proceso de consolidación de sus cuentas públicas. Como es bien sabido, los problemas de deuda se agravan si el entorno económico es de estancamiento o deflación, por lo que la UEM tiene ante sí el gran reto de expandir el producto interior bruto de la zona al tiempo que reduce su déficit fiscal, en especial en los países de la periferia.

La presión de estos problemas urgentes no debiera, de todos modos, desviar el foco de atención de los líderes políticos europeos de los problemas de fondo, los que son verdaderamente importantes y determinarán la viabilidad a medio y largo plazo de la zona euro.

Las cuestiones de fondo, como hemos visto, se centran en el diseño institucional de la UEM y exigen acuerdos políticos al máximo nivel, refrendados democráticamente por los ciudadanos de los países europeos. Este es un paso imprescindible para afrontar con garantías una nueva fase, más estable, de la moneda única.

Dichos acuerdos, complejos en el seno de una Unión Europea de 27 países que ya tuvo serias dificultades para la aprobación de las últimas reformas de los Tratados de la Unión, son

sin embargo, ineludibles y debieran formar parte prioritaria de la resolución de la crisis en el momento actual. Es cierto que es urgente devolver la confianza a los mercados financieros resolviendo la cuestión griega y blindando al resto de la Eurozona, restablecer el flujo de financiación a los bancos y relanzar el crecimiento en Europa. Pero no lo es menos que las medidas que tratan de solventar esos problemas urgentes no van a ser exitosas si no se acompañan de una “hoja de ruta” clara, con total compromiso político, que dé garantías a los inversores internacionales de que la Eurozona avanza con paso firme hacia el establecimiento de un marco institucional estable que dé garantías de solidez a largo plazo a la moneda.

Ese marco institucional debe tener tres componentes esenciales para atajar las debilidades estructurales antes aludidas:

- a) En primer lugar, un mayor grado de integración fiscal entre los países de la Eurozona, con reglas compartidas sobre los niveles de déficit y deuda pública asumibles por los distintos países miembros, así como una autoridad política central que permita su aplicación de una manera efectiva. La emisión conjunta de deuda mediante algún tipo de eurobonos sería un corolario lógico de esta cesión de soberanía.
- b) En segundo lugar, mecanismos políticos que impidan divergencias permanentes y sustanciales de competitividad entre los países de la eurozona. En ausencia de voluntad política para constituir cierto grado de transferencias fiscales en el seno de la Eurozona, es fundamental contar con un sistema de supervisión de posiciones competitivas y los instrumentos políticos necesarios para:
  - detectar prontamente la generación de desequilibrios, y
  - promover efectivamente la adopción de medidas de precios y costes orientadas al restablecimiento de la competitividad.

Es preciso reconocer, además, que este tipo de instrumentos políticos exigen una

cesión muy importante de soberanía de los países que integran la eurozona, dado que en ausencia de reformas estructurales y cambios institucionales adoptados por las autoridades nacionales, los ajustes necesarios deben ser impuestos por la autoridad política central;

- c) Y, finalmente, el establecimiento de mecanismos estables de resolución de crisis financieras como las que hemos vivido desde 2007 en el seno de la UEM. Aún si se adoptan decisiones de mayor integración fiscal y política, no es descartable que en el seno de la unión se generen en el futuro de nuevo importantes desequilibrios, por lo que es fundamental disponer *ex ante* de acuerdos que delimiten de la mejor manera posible el reparto de los costes de las crisis entre los sectores público y privado, y entre los distintos países miembros.

### Las decisiones de octubre: un paso insuficiente hacia una solución duradera

La resolución de la crisis del euro exige, por supuesto, acuerdos que afronten los problemas urgentes, como los adoptados por el Consejo Europeo y la Cumbre del Euro del pasado día 26 de octubre de 2011. Pero estos acuerdos, a los que además les falta concreción, van a ser insuficientes en la medida en que no se aborde con suficiente decisión el problema de fondo de diseño de la Unión.

Los acuerdos de octubre amplían los alcanzados en el mes de julio, tratando de reforzar la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera (FEEF), modificando las condiciones del rescate de Grecia –con mayor aportación de dinero público y más participación de los acreedores privados–, e imponiendo condiciones a los países que, como Italia y España, se encuentran ahora en el ojo del huracán. Aunque no de manera explícita, estos países van a contar indirectamente con el apoyo del Banco Central Europeo mientras duren las turbulencias, pero a cambio tienen que proseguir una senda clara de ajustes fiscales y reformas.

El grueso de las medidas se centra por tanto en los problemas urgentes mientras, a modo

de complemento, se incluyen algunas ideas para avanzar en el establecimiento de una mejor gobernanza económica de la zona euro.

Las medidas para atajar el problema griego y evitar el contagio a otros países de la periferia van en la dirección correcta, pero serían insuficientes, incluso si hubieran sido acompañadas de una declaración política más decidida a favor de los cambios institucionales.

En el caso de las nuevas condiciones del rescate griego y de la FEEF son insuficientes porque su operatividad va a depender en gran medida de la reacción de los propios inversores, y no tanto de las decisiones que han adoptado las autoridades. La aceptación de los acreedores privados de la quita griega dependerá de los detalles de su implementación y las nuevas capacidades de la FEEF dependen de la aportación de fondos por parte de inversores internacionales. Los países de la eurozona no han comprometido más dinero para neutralizar los ataques especulativos contra los países, como España e Italia, que tienen problemas de liquidez pero no de solvencia.

Las medidas a corto plazo no son sólo insuficientes. En la práctica pueden llegar a ser incluso contraproducentes. No se ha abordado la cuestión del crecimiento económico en la Eurozona y, de hecho, las decisiones de octubre se han acompañado de una controvertida recapitalización bancaria que probablemente tenga efectos muy adversos sobre la actividad económica de la zona.

Una estrategia de crecimiento exigiría que los países de la eurozona con mayor margen fiscal atenuaran temporalmente el ritmo de consolidación fiscal, al objeto de evitar que la reducción simultánea de los déficits fiscales en toda la Unión comporte una reducción demasiado abrupta de la demanda agregada y por tanto del producto. Al fin y al cabo la eurozona, en su conjunto, es una economía relativamente cerrada, y lo que puede ser adecuado al nivel de un país concreto puede dejar de serlo si se tiene en cuenta la interacción del conjunto de países de la zona. La coordinación de los ajustes fiscales, por desgracia, no ha for-

mado parte de la agenda de los Consejos de octubre.

En cuanto a la recapitalización, se trata de una medida que trata de afrontar los problemas de cierre de los mercados de deuda bancaria en Europa. Sin embargo es una medida inadecuada y contraproducente. Inadecuada porque parte de un diagnóstico incorrecto del problema<sup>1</sup>. Es verdad que los mercados de deuda bancarios están cerrados en Europa por la falta de confianza en las entidades, en gran parte en relación a sus carteras de deuda soberana. Sin embargo, el problema de fondo, como hemos visto, no es la solvencia de los bancos sino el hecho de que, por un diseño institucional incorrecto, se ha puesto en cuestión la solvencia de los estados miembros de la eurozona. Es importante resaltar que esta deuda ha formado parte históricamente del balance de las entidades financieras, siendo además el mejor activo en términos de riesgo, con un coste de capital nulo según determinación de las entidades reguladoras. El objetivo, por tanto, debe ser restaurar la calidad de la deuda soberana; no suponer, como se ha hecho, que ha perdido valor, y exigir a las entidades compensar con nuevo capital estas hipotéticas minusvalías.

Esa exigencia, junto con el requisito de mayores niveles de solvencia (hasta un 9% del total de activos ponderados por riesgo), conduce al sector a un proceso acelerado de recapitalización que puede tener efectos especialmente nocivos para la actividad económica. En definitiva, el propio comité de Basilea ha advertido a menudo sobre los efectos procíclicos de los aumentos en los coeficientes de solvencia regulatorios. Esta es una medida que tal vez sea beneficiosa en el largo plazo para prevenir crisis bancarias, pero que tiene efectos negativos sobre la disponibilidad y el coste del crédito si se aplica de manera apresurada, como está sucediendo.

Los acuerdos del Consejo Europeo y la Cumbre del Euro mencionan, como ya he indicado, la necesidad de avanzar en los problemas de fondo de diseño de la Unión. Pero el esfuerzo

es políticamente insuficiente, e incompleto, en la medida en que se centra en los problemas de integración y disciplina fiscal, sin plantear un enfoque claro en las cuestiones de los desequilibrios externos y los esquemas de resolución de crisis.

Como he enfatizado en esta breve nota, la ausencia de medidas concretas que avancen en la integración política es especialmente preocupante. Compartir con éxito una moneda única exige no sólo el respeto a unas reglas fiscales sino una clara convergencia en estructuras e instituciones económicas, y unos mecanismos políticos que permitan corregir con prontitud los procesos de divergencia y los desequilibrios financieros generados.

Puesto que los países miembros de la UEM no están dispuestos a mitigar o resolver los desequilibrios estructurales en el seno de la Eurozona mediante transferencias fiscales, es imprescindible desarrollar las herramientas de integración política que impidan la aparición de grandes diferencias en niveles de crecimiento de las productividades y de desequilibrios de pagos importantes. Si estos desequilibrios tienden de todos modos a generarse, la viabilidad de la UEM a largo plazo exigirá un considerable aumento de la movilidad del factor trabajo en el conjunto de la zona y una flexibilización de las economías afectadas de tal modo que la pérdida de competitividad relativa se compense mediante un ajuste a la baja en los niveles de precios y costes.

En ausencia de estos cambios institucionales, es difícil esperar una resolución duradera de la crisis de deuda soberana, puesto que continuarán en pie, después de esta crisis, los factores que, ante diversos *shocks* externos, podrán generar de nuevo graves desequilibrios que pongan en cuestión la viabilidad de la unión.

---

<sup>1</sup> Gual, J. "The Sovereign Debt Crisis: Is this a banking problem?", en VoxEU.org, 16 de septiembre de 2011.