LA VANGUARDIA

Fecha: 10/12/2010
Sección: ECONOMIA
Páginas: 66

TRIBUNA

Jordi Gual

Economista jefe de La Caixa y profesor de Iese

Euro y deuda soberana (I)

Una interpretación de los acontecimientos de los últimos meses es que la crisis financiera internacional está poniendo a prueba la viabilidad de la unión monetaria en Europa. Otra visión, más constructiva, es que la crisis constituye una oportunidad histórica para asentar el euro sobre unas bases políticas y económicas más sólidas.

Los primeros años de funcionamiento del euro han sido en gran medida un éxito. Sin embargo, sus fundamentos económicos y políticos están aún por finalizar, y ello está precisamente en la raíz de la actual crisis. Parte de la lógica del euro se basaba en que con su introducción los tipos de interés bajaran en los países de la periferia, y que los flujos de capital circularan hacia esta zona, al desaparecer el riesgo de tipo de cambio.

Dos circunstancias, sin embargo, acentuaron este proceso hasta niveles perniciosos. En primer lugar, los bajísimos tipos de interés originados por una política monetaria laxa para el conjunto de la eurozona. Y en segunda instancia, la sorprendente desaparición de la prima de riesgo para aquellos países que históricamente habían sido fiscalmente más débiles, y que –de repente– pasaban a ser considerados por los mercados como modelos de rigor fiscal, comparables al punto de referencia que supone Alemania.

Estos dos fenómenos alimentaron unos flujos de crédito que propulsaron el gasto y la inversión en la periferia. En algunos lugares, como Portugal y Grecia, se financió el déficit público. En otros, como España e Irlanda, los préstamos se canalizaron a la inversión privada, incluyendo naturalmente el sector inmobiliario.

En paralelo a este proceso de generación de elevados niveles de endeudamiento, y en parte propiciado también por las enormes facilidades financieras, se han registrado retrocesos en la convergencia en competitividad entre los distintos países de la eurozona. Es decir, los países periféricos, con escasas reformas de sus procesos de formación de precios y salarios, y con poco progreso en términos de productividad, han registrado una gradual pérdida de competitividad en precios. Es decir, han tenido lugar unos aumentos de precios y salarios que no obedecían a mejoras productivas y que han ofrecido temporalmente la sensación de enriquecimiento, pero en el fondo han erosionado la posición competitiva de estos países.

> La crisis es una oportunidad para asentar el euro sobre bases sólidas

La conjunción de elevados niveles de endeudamiento y crecientes desequilibrios competitivos no fue incorporada por los mercados financieros al coste de la deuda pública, ni tampoco sustancialmente al de la deuda privada.

Con la llegada de la crisis internacional y su impacto recesivo, los inversores han caído en la cuenta de los desequilibrios que se habían acumulado. Ese reconocimiento, junto a la incertidumbre sobre el grado de apoyo fiscal mutuo entre los países de la eurozona, ha provocado el desconcierto de los inversores, y las actividades especulativas de algunos, que intentan aprovechar la debilidad del marco jurídico-político de la zona euro. Es decir, de la ausencia de reglas claras sobre las condiciones bajo las cuales alguno de los gobiernos de la zona euro puede o no suspender pagos, y en qué medida ello afecta al resto de los socios.

Si estos son, en síntesis, los elementos clave de la crisis de deuda soberana en Europa, ¿cuáles son las posibles soluciones? Complejas, y de ellas hablaré en la segunda entrega de esta columna.