

Una propuesta: acabar con el destino común de bancos y gobiernos

1. Introducción; 2. Historia reciente de la eurozona: de mal en peor; 2.1. Revisión de los pilares de construcción de la UEM; 3. Una solución falsa a la crisis: el pacto fiscal; 4. La indisciplina fiscal frente a la incoherencia en la reglamentación financiera; 5. Propuesta de un nuevo tratamiento normativo de los títulos de deuda soberana en la zona euro; 6. Conclusiones; Bibliografía

* El Dr. Daniel Gros es Director del Centro de Estudios de Política Europea (CEPS, por sus siglas en inglés) desde el año 2000. Entre otros cargos, es asesor del Parlamento Europeo y miembro del Comité Científico Consultivo de la Junta Europea de Riesgo Sistémico (ESRB, por sus siglas en inglés), del grupo de bancos centrales (BSG, del inglés *Bank Stakeholder Group*), de la Autoridad Bancaria Europea (ABE) y del grupo de acción Euro 50 Group de economistas eminentes. También es editor de *Economie Internationale* e *International Finance*. Anteriormente, Daniel Gros trabajó en el FMI (1984-86), en la Comisión Europea (1989-91), ha sido miembro de organismos consultivos de alto nivel y ha proporcionado asesoramiento estratégico a numerosos Gobiernos y bancos centrales. Daniel Gros es Doctor en economía por la Universidad de Chicago, ha impartido clases en prestigiosas universidades de toda Europa y es autor de diversos libros y numerosas contribuciones a revistas y periódicos científicos. Desde 2005 es Vicepresidente de Eurizon Capital Asset Management.

** La Dra. Cinzia Alcidi obtuvo un doctorado en economía internacional en el Graduate

1. Introducción

Desde 2010, las noticias sobre Europa han ido de mal en peor. A principios de 2012, todavía no se puede afirmar que se ha superado la crisis en la eurozona, aunque los mercados de la zona euro parecen recuperar (quizá sólo de manera temporal) una situación más normal.

Resulta interesante señalar que es cierto que los indicadores básicos de la zona euro parecen ser relativamente buenos: en comparación con EE.UU., la eurozona en conjunto presenta un déficit fiscal muy inferior (el 4% del PIB en 2011, frente a casi el 10% en EE.UU.) y, a diferencia de EE.UU., no tiene déficit exterior. Su balanza por cuenta corriente roza el equilibrio, lo que significa que en la unión monetaria existen ahorros suficientes para financiar los déficits públicos de todos sus Estados miembros. Esto, por su parte, quiere decir que en principio existen suficientes recursos domésticos en la eurozona como para resolver el problema de la deuda sin

Institute of International and Development Studies de Ginebra (Suiza). Actualmente es investigadora becada por la LUISS en el Centro de Estudios de Política Europea (CEPS) en Bruselas, donde participa en la Unidad de Política Económica, principalmente en asuntos relativos a la política monetaria y fiscal de la Unión Europea. Antes de unirse al CEPS a principios de 2009, ejerció como docente en cursos universitarios en la Universidad de Perugia (Italia) y trabajó en la Oficina Internacional del Trabajo en Ginebra. Su labor investigadora se centra en la economía internacional y en la política económica. Desde su llegada al CEPS, ha trabajado estrechamente con Daniel Gros en los aspectos macroeconómicos y financieros de la crisis en Europa y en el ámbito internacional, así como en la respuesta política a dicha crisis. Ha publicado diversos artículos sobre la materia y participa habitualmente en conferencias internacionales

tener que recurrir a prestamistas externos. Que se dediquen o no dichos recursos a financiar a los Gobiernos de la eurozona es otra cuestión.

A pesar de esta solidez relativa, los dirigentes de la eurozona parecen incapaces de solucionar la crisis de la deuda. Reunión tras reunión, los jefes de Estado y de Gobierno y los Ministros de Economía y Hacienda han fracasado a la hora de convencer a los mercados de la cordura de su estrategia, que se ha centrado casi exclusivamente en la disciplina fiscal y ha defendido reiteradamente la necesidad de recibir apoyo financiero de inversores externos, como el FMI y los inversores asiáticos, aun existiendo recursos en la eurozona. Este planteamiento ha resultado desafortunado, además de poco convincente.

Teniendo en cuenta este contexto, en el presente documento ponemos de relieve que aunque la agenda política se centra de una manera casi obsesiva en asuntos fiscales, la crisis de la zona euro no es de índole meramente fiscal ni tiene una solución estrictamente fiscal. Engloba distintas dimensiones que abarcan desde los problemas de deuda externa y de balanza por cuenta corriente, hasta la situación de debilidad del sector bancario, que sigue estando seriamente infracapitalizado. El documento que nos ocupa se centrará en este último elemento, la situación del sistema bancario, y tratará de poner de relieve el modo en que las particularidades actuales del marco reglamentario del mercado financiero, incoherentes con los principales pilares de la unión europea, han influido en el desarro-

llo de la crisis. Sostendremos que esta incoherencia ha influido de manera crucial en la crisis de la eurozona y que es un asunto que sigue sin ser abordado. Asimismo, expresaremos nuestra preocupación por la ilusoria y preponderante idea de que el pacto fiscal recién firmado constituirá el ingrediente fundamental de la receta para superar la crisis de la eurozona, cuando el sector bancario sigue fuertemente endeudado y expuesto a las venturas y desventuras de los Estados soberanos. Por este motivo, nuestro documento presenta algunas ideas para romper el estrecho vínculo existente entre Gobiernos y bancos, ya que provoca un destino común de éstos y constituye un obstáculo determinante para la superación de la crisis de la eurozona.

2. Historia reciente de la eurozona: de mal en peor

Para entender por qué la crisis del euro ha ido de mal en peor, hay que comprender mejor las incoherencias existentes en la creación de la Unión Monetaria Europea (UME), que fueron las que originaron el problema. Según la interpretación oficial, no estamos ante una crisis del euro, sino que se trata de una crisis de deuda pública de determinados Estados miembros derrochadores. Visto así, atajar las causas de esta crisis y evitar otras en el futuro tan sólo requiere el establecimiento de un marco normativo más estricto en materia de política fiscal (que será el proporcionado por el nuevo “pacto fiscal”).

Sin embargo, los mercados financieros no parecen muy impresionados por un mayor endurecimiento de las normas fiscales: Portugal y otros países siguen teniendo que pagar unas altas primas de riesgo, mientras que Grecia ha incurrido en impago de su deuda y sigue tambaleándose al borde de la quiebra total. Esto nos indica que el planteamiento oficial sólo capta parte del problema y sigue pasando por alto la imagen completa.

No fue sólo la indisciplina fiscal de la periferia la que hizo que los problemas de deuda pública de un pequeño país como Grecia pasaran a ser una crisis de todo el sistema bancario de la zona euro. La crisis de la zona euro se debe a una constelación de vulnerabilidades en el seno de la eurozona, integradas, entre otras, por los problemas en las balanzas de pagos, la deuda externa o las interrupciones repentinas de financiación transfronteriza de norte a sur, unidas a una infracapitalización generalizada del sistema bancario.

Esta fragilidad financiera se ha originado por las incoherencias en la creación de la UME, así como por una incoherencia crucial en la regulación del mercado financiero que aún no ha sido abordada.

2.1. Revisión de los pilares de construcción de la UME

El diseño original de la UME, según fue establecido por el Tratado de Maastricht en 1992, recogía tres elementos clave:

- i) Un banco central independiente, el BCE, consagrado únicamente a la estabilidad de los precios.
- ii) Límites a los déficits fiscales impuestos a través del procedimiento de déficit excesivo (basado en el Tratado) y del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (el PEC, que es esencialmente un pacto intergubernamental, aunque inscrito en el marco jurídico de la UE).
- iii) La cláusula de “prohibición de la corresponsabilidad” o de “no corresponsabilidad financiera” (art. 125 del TFUE)

El Tratado también recogía otros elementos de gobernanza política,¹ pero a título casi meramente declarativo, ya que en realidad los Estados miembros no veían la necesidad de coordinar las políticas económicas (o, al menos, no antes de la crisis).

El primer elemento clave del Tratado de Maastricht, a saber, la muy pronunciada independencia del BCE, se basaba en el amplio consenso entre economistas y gobernantes de que la función de un banco central debía consistir principalmente en mantener la estabilidad de los precios. El consenso se basaba en una interpretación común de la experiencia de las décadas anteriores, que indicaba que una mayor inflación no compraba un mayor crecimiento y que los bancos centrales independientes (siendo el Bundesbank el

1 Por ejemplo, el artículo 121 del TFUE establece que los Estados miembros considerarán sus políticas económicas como una cuestión de interés común y las coordinarán en el seno del Consejo.

mayor exponente de todos ellos) se crean ante todo para alcanzar y mantener la estabilidad de los precios.²

Algunos economistas del sector académico y ciertos observadores de instituciones financieras internacionales mostraban, ya a principios de la década de 1990, su preocupación por la inestabilidad financiera, y defendían la clara función del BCE para salvaguardar la estabilidad financiera.³ Algunos también recalcan que una zona de moneda única también requería un sistema común de supervisión de los mercados financieros.⁴ Pero la cuestión de la estabilidad financiera no captó la atención de los legisladores, por dos motivos principalmente. El primero de ellos es teórico: la mayoría de los modelos económicos que despuntaban antes de 2007 indicaban que la estabilidad de los precios proporciona como subproducto la estabilidad financiera, sin necesidad de añadir otra herramienta para alcanzar dicha estabilidad. El segundo es mucho menos sofisticado y se refiere al hecho de que los dos Estados miembros clave en la dirección de la UME, Francia y Alemania, no habían sufrido una crisis financiera sistémica en décadas.

El segundo elemento del Tratado de Maastricht –las restricciones a la política fiscal– no gozaban del mismo consenso en el ámbito

2 Un importante documento del periodo en el que se estaban delineando los planes para la creación de la UME resumían esta opinión en el título “The advantage of tying one’s hands” (La ventaja de atarse las manos) – véase Giavazzi y Pagano (1988).

3 Véase, por ejemplo, Garber (1992).

4 Entre otros, Tommaso Padoa Schioppa (1994).

académico (ni entre los políticos) que el alcanzado en cuanto a la independencia del banco central. Durante la década de 1990 tuvo lugar un amplio debate acerca del sentido o sinsentido de los valores de “referencia” del Tratado de Maastricht del 3% del PIB en lo que respecta al déficit, y del 60% en lo que atañe al nivel de deuda. Por lo visto, *la ventaja de atarse las manos* gozó de mucha menos aceptación en el ámbito de la política fiscal. Sin embargo, no hizo falta solucionar este debate, ya que reinaban unas condiciones favorables en el mercado financiero, e incluso los principales países conspiraban para debilitar las restricciones establecidas en el PEC a los déficits en 2003.

El tercer elemento se encontraba en un segundo plano y no ha sido comprobado hasta épocas recientes. Pese a la falsa idea generalizada, el artículo 125 del TFUE no prohíbe las operaciones de rescate. Simplemente afirma que la UE no garantiza la deuda de sus Estados miembros y que los Estados miembros no garantizan el cumplimiento de las obligaciones de los demás. Alemania insistió en la introducción de la cláusula de prohibición de corresponsabilidad durante la negociación del Tratado de Maastricht hace unos 20 años. Hoy en día, está claro que esta cláusula no proporciona el tipo de protección que se pretendía y las extensas turbulencias del mercado financiero amenazan con obligar a Alemania a aceptar enormes paquetes de rescate que hace bien poco habrían sido impensables. No obstante, en lugar de trabajar por evitar la reiteración de esta situación en el futuro, los políticos alemanes se centran exclusivamente en la necesidad de garantizar déficits fiscales

más reducidos. Éste es el objeto del *Tratado sobre Estabilidad, Coordinación y Gobernanza en la Unión Económica y Monetaria*, también llamado “pacto fiscal”, en cuya virtud los países miembros de la zona euro se comprometen a adoptar normas estrictas, “de rango constitucional o equivalente”, limitando el déficit estatal ajustado en función del ciclo a un índice inferior al 0,5% del PIB. ¿Funcionará este pacto fiscal ahí donde fracasó el Pacto de Estabilidad?

El PEC “original” ya recogía el compromiso de los Estados miembros de equilibrar sus presupuestos durante el ciclo. Si se hubiera aplicado desde el momento en que la unión monetaria comenzó su andadura, se habría producido una reducción continua del ratio deuda/PIB hacia el objetivo del 60%. Pero no fue así. La promesa o, mejor dicho, el llamamiento recogido en el PEC con respecto al equilibrio de los presupuestos a lo largo del ciclo fue ampliamente ignorado, dado que la norma no era vinculante y que los mercados financieros permanecían en una situación “permissiva”. Todos los grandes miembros de la zona euro incurrieron en déficits presupuestarios superiores al umbral del 3% del PIB en los 4-5 primeros años de existencia del euro. Incluso Alemania incurrió en déficits superiores al 3% del PIB entre 2001 y 2005. En 2003, la Comisión presentó una propuesta para reforzar hasta tal punto el procedimiento de exceso de déficit, que se habrían impuesto sanciones a Francia y Alemania, pero dicha propuesta fue rechazada por el Consejo (de Ministros de Economía y Finanzas, ECOFIN). En la votación decisiva, los grandes países (que, en su mayoría,

tenían déficits excesivos, excepto España), se confabularon para echar por tierra la propuesta y vencieron frente a la oposición de los países pequeños. La “banda de los tres grandes pecadores” (Alemania, Francia e Italia) consiguió incluso reunir una mayoría cualificada para “suspender el procedimiento”.⁵

Esta exposición resulta interesante a la luz del nuevo “pacto fiscal”, que se supone que reforzará radicalmente el cumplimiento de las normas fiscales mediante la aplicación de la “mayoría cualificada inversa”. En virtud de este principio, se aprueba un procedimiento de exceso de déficit puesto en marcha por la Comisión, salvo si existe oposición de una mayoría cualificada. Tal y como indica la experiencia del pasado, a pesar de que el nuevo sistema dificulta la oposición, no garantiza el cumplimiento.

En 2005, tras los acontecimientos de 2003, el PEC fue modificado. La justificación oficial se basó en la necesidad de mejorar su fundamento económico y, así, el sentimiento de identificación⁶ con dicho pacto, pero aclaraba que era necesario para evitar la reiteración de la embarazosa situación en la que una aplicación literal de las normas habría desembocado en la imposición de sanciones a Alemania y a Francia, entre otros. Las reacciones en los círculos académicos y entre los políticos fueron heterogéneas: según algunos, el PEC se había “ablandado”, y según otros se había “endure-

⁵ Véase Gros et al. (2004). ³ Véase, por ejemplo, Garber (1992).

⁶ Anexo a las conclusiones del Consejo de 2005

(<http://register.consilium.europa.eu/pdf/en/05/st07/st07619-re01.en05.pdf>).

cido". El mero hecho de que la opinión profesional sobre el acierto de la introducción de "normas vinculantes para la política fiscal" estuviera fragmentada desde el principio propició, sin duda, la modificación del PEC cuando resultó políticamente oportuno.

En efecto, poco después de rebajar la rigurosidad del PEC, el repunte del ciclo de actividad económica permitió a la mayoría de los Gobiernos reducir sus déficits por debajo del 3% justificando aparentemente la postura política de que el Pacto de Estabilidad "reforzado" se había traducido en una política fiscal más comprometida. Pero en realidad, los déficits estructurales (es decir, ajustados en función del ciclo) mejoraron muy poco incluso cuando la época de auge alcanzó su punto álgido en 2006-2007, y cuando explotó la crisis, se arrojó por la borda toda la prudencia que quedaba al permitir que volvieran a aumentar los déficits.

Así pues, los países de la zona euro nunca han cumplido las normas que se impusieron a sí mismos. Pero aun así, de media, siguieron siendo relativamente conservadores en términos fiscales. En 2009, el déficit medio alcanzó un índice máximo del 6,5% del PIB, su nivel más alto, mientras que, en ese mismo año, tanto en el Reino Unido como en EE.UU., dicho déficit fue superior al 11%. Es más, mientras que el déficit de la zona euro volvió a ser del 4% del PIB en 2011, tanto en el Reino Unido como en EE.UU. la tasa seguía siendo de dos dígitos. En este sentido restringido se podría afirmar que, a fin de cuentas, las disposiciones del Tratado de Maastricht contra los déficits "excesivos" sí que influyeron, por lo menos en la media.

Mientras que los déficits medios de la zona euro parecen hoy en día “modestos” en comparación con la media de otros grandes países desarrollados, un país de la zona euro, Grecia, infringió claramente todas las normas durante años. Pero a pesar de los indicios crecientes de que las cuentas griegas no cuadraban, no se tomaron cartas en el asunto hasta que no fue demasiado tarde. Mientras los mercados financieros proporcionaran financiación a índices favorables, se evitaba toda acción por resultar políticamente inconveniente.

Cuando comenzó la crisis de deuda del euro a principios de 2010, tras conocer que Grecia había incurrido en un déficit del 15% del PIB (y que había conocido déficits previos que no habían sido declarados), algunos políticos, los alemanes en particular, empezaron a exigir la promulgación de normas fiscales más estrictas como algo esencial para la supervivencia del euro. Aunque Grecia era un caso extremo, el caso de Italia es percibido por muchos como otra justificación para la promulgación de normas fiscales más severas. Sin embargo, el país parece velar más por su propia satisfacción que por el despilfarro fiscal. En los últimos diez años, los déficits de Italia han sido de media inferiores a los de Francia, e incluso en la actualidad su déficit está por debajo de la media de la zona euro (y en caída acelerada). Sin embargo, su incapacidad para reducir su muy elevado ratio de deuda/PIB ha hecho que el país se encuentre en situación de vulnerabilidad ante una pérdida de confianza de los inversores.

3. Una falsa solución a la crisis: el pacto fiscal

El nuevo Tratado que se pactó en marzo de 2012 lleva un largo título: *Tratado sobre Estabilidad, Coordinación y Gobernanza en la Unión Económica y Monetaria*, pero más detenidamente examinado, es prolífico en buenas intenciones y bastante parco en el fondo, en lo que respecta a disposiciones vinculantes.

El núcleo del nuevo “pacto fiscal” es la obligación de transponer en las constituciones nacionales el compromiso de no permitir que los déficits ajustados en función del ciclo superen en torno a la mitad del 1% del PIB, lo que prácticamente equivale a equilibrar el presupuesto a lo largo del ciclo como en el PEC original.

Esto debería hacerse mediante disposiciones “preferentemente de rango constitucional”. Es posible solicitar al Tribunal de Justicia de la Unión Europea que se pronuncie sobre dichas normas nacionales, pero la sanción máxima que podría ser objeto de valoración se limita al 0,1% del PIB (muy poco disuasoria por sí misma). Este Tratado sólo atañe al marco normativo en materia de política fiscal, es decir, a las normas que establecen los “frenos a la deuda” interna, no a su aplicación. Así pues, este Tratado no otorga nuevos poderes al Tribunal de Justicia (ni a la Comisión) para intervenir en el ejercicio efectivo de la política fiscal nacional. Ninguna de las disposiciones sobre coordinación en materia de política económica es vinculante. Esencialmente, éstas reiteran las declaraciones, ya repetidas en muchas ocasiones, de bue-

nas intenciones en lo que respecta a la introducción de reformas estructurales.

Entre las distintas disposiciones, la relativa a la gobernanza impone la celebración de juntas periódicas, como mínimo dos veces al año, de los jefes de Estado y de Gobierno de la zona euro. Sin embargo, dado que dichas juntas serán informales, en realidad, no había necesidad de promulgar un Tratado internacional para imponerlas.

En lo que respecta a los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona euro que firmaron el Tratado, no tienen la obligación de hacer nada, pero su adhesión constituye una declaración política que les otorga un “asiento en la mesa” de las reuniones de la eurozona, facilitándoles la participación en la mayoría de las cumbres de la zona euro.

Desde un punto de vista puramente jurídico, este Tratado recoge una contradicción inherente: implica que los países firmantes aceptan las restricciones vinculantes para su ordenamiento constitucional a través de un Tratado internacional ordinario. En la mayoría de los países, la constitución nacional tiene un rango jurídico superior a los Tratados internacionales. Esto significa que incluso las disposiciones relativas al “pacto fiscal” constituyen en esencia una declaración política, a no ser que el tratado sea ratificado en virtud de una mayoría constitucional, tal y como se hará en Alemania.

La mayor utilidad de esta declaración política realizada por todos los Estados miembros de la zona euro reside, por supuesto, en que proporciona cobertura política al Gobierno alemán en sus esfuerzos por vender las operaciones de rescate a un público doméstico escéptico. No obstante, no es probable que el “pacto fiscal” fuera realmente necesario para este fin. Los datos sobre el respaldo alemán al euro demuestran que la opinión pública sigue siendo mucho más constructiva en lo que respecta al euro que lo que se supone (véase Gros y Roth, 2011). Además, incluso antes de que existiera el pacto fiscal, en todas las votaciones en el Bundestag se han obtenido mayorías muy amplias a favor de las operaciones de rescate de la zona euro, y ello a pesar de que éstas acarreaban grandes riesgos fiscales para Alemania.

A la hora de analizar la utilidad de este Tratado, uno también tiene que tener en cuenta que de los cuatro grandes países de la zona euro, tres cuentan ya con mecanismos nacionales de freno al endeudamiento de rango constitucional: en Alemania ya están operativos, en España han sido recientemente adoptados y en Italia están en proceso de adopción. En el cuarto país, Francia, ya está claro que se aplicará el Tratado, aunque dado el rechazo de la oposición actual, será por ley orgánica (*loi organique*) y sin modificar la Constitución.

En resumen, el pacto fiscal quizá resulte útil a largo plazo y puede que sirva para prevenir futuras crisis. Obliga a los Estados miembros a adoptar regímenes fiscales nacionales más severos en

el ámbito interno. Algunos, quizá la mayoría, los habrían adoptado de todas formas debido a la presión de los mercados, pero es improbable que el nuevo Tratado suponga un cambio significativo. El principal peligro es que se han exagerado las expectativas con respecto al mismo.

Es probable que el proceso de ratificación (por ejemplo, el referéndum de Irlanda) y, a continuación, el proceso de aplicación en ciertos países con situaciones nacionales complicadas (por ejemplo, Francia) captarán mucha atención y crearán una imagen distorsionada de la importancia del Pacto Fiscal.

En cualquier caso, la agitación inicial se verá superada una vez se implanten las normas fiscales nacionales y este Tratado pasará sigilosamente al olvido. Sus únicas repercusiones residuales serán las reuniones de los jefes de Estado de la zona euro, en las que seguramente se llegará a las habituales conclusiones de “compromiso de los Estados miembros” a llevar a cabo todas las medidas deseables (reformas estructurales, etc.). Conclusiones que se tornan irrelevantes una vez regresan los jefes de Estado a sus capitales y a sus realidades políticas de ámbito interno.

La experiencia con el PEC nos sugiere que la forma de aplicar este nuevo “pacto fiscal” en el futuro dependerá del nivel de consenso alcanzado en cuanto a la necesidad de lograr el equilibrio presupuestario durante el ciclo. En todo caso, el deseo político de cumplir esta norma de equilibrio presupuestario adquirirá incluso una mayor rele-

vancia en el nuevo “pacto fiscal”, ya que adoptará la forma de Tratado intergubernamental fuera del marco jurídico de la UE.

Hoy en día parece existir un amplio consenso sobre la idea de que sólo los presupuestos equilibrados pueden resolver esta crisis y hacer que sobreviva el euro y, en este sentido, la posición del Gobierno alemán parece especialmente complicada. Esto es, sin duda, deseable para prevenir futuros problemas de deuda pública, pero no tiene en consideración el papel fundamental que ha desempeñado la fragilidad del mercado financiero en esta crisis. En este sentido, el caso de Grecia es emblemático: a pesar de que Grecia representa menos de un 3% del PIB de la zona euro, la posibilidad de que el Gobierno de Grecia cayera en quiebra ocasionó el derrumbe de los mercados financieros de Europa. Y esto se debió a la fragilidad que presentaban los bancos debido a su infracapitalización y a la enorme cantidad de deuda pública en su poder.

Ante esta perspectiva, mientras que para un país acreedor como Alemania podría ser importante que otros Estados miembros se vieran obligados a copiar sus normas relativas al equilibrio presupuestario, debería ser aún más importante para garantizar que la reglamentación financiera sirviera para proporcionar mayores incentivos al establecimiento de políticas fiscales adecuadas y para que los mercados financieros adquirieran una mayor solidez y pudieran soportar una insolvencia soberana. Esto es lo que menguaría la necesidad de que el Gobierno alemán llevara a cabo futuros rescates. Los ahorradores alemanes han acumulado en la última década

de superávits por cuenta corriente alrededor de un billón de euros en derechos de crédito frente a otros países de la zona euro. Así pues, los políticos alemanes deberían marcarse como objetivo político fundamental salvaguardar el valor de dichos créditos (que suponen en torno al 50% del PIB) y garantizar que futuros superávits alemanes en ahorros se inviertan a un riesgo mínimo.

4. La indisciplina fiscal frente a la incoherencia en la reglamentación financiera

La idea clave que se ha pasado por alto en los círculos oficiales que dirigen la formulación de políticas de la UE en la actualidad es que la crisis actual es en gran parte la consecuencia de una incoherencia en el diseño inicial de la UME, no en el ámbito de la política fiscal, sino en el ámbito de la reglamentación del mercado financiero. Incluso una vez en marcha la UME, la reglamentación financiera en general, y la reglamentación bancaria en particular, siguieron basándose en la presunción de que en la zona euro toda deuda pública está exenta de riesgos. Desde el inicio, esto era lógicamente incompatible con la cláusula de no corresponsabilidad del Tratado de Maastricht, que implica que un Estado miembro de la zona euro puede declararse insolvente y la institución de un banco central independiente que no puede monetizar la deuda pública. Pero el Tratado fue adoptado de todas formas, quizá debido a la idea, expresada recientemente en un documento extraordinariamente inoportuno del FMI, que proclamaba: “Cesación de pagos en

las economías avanzadas de hoy en día: innecesaria, indeseable e improbable” (*“Default in Today's Advanced Economies: Unnecessary, Undesirable, and Unlikely”*).⁷

En el contexto mucho más indulgente de principios de siglo, era bastante lógico que los políticos pasaran por alto la incoherencia lógica entre el principio de no corresponsabilidad y el mantenimiento de la presunción de que el Gobierno se encontraba realmente exento de riesgos. Sin embargo, esta contradicción tuvo dos consecuencias importantes. En primer lugar, los bancos no tenían (ni tienen) que disponer de capital frente al riesgo soberano. Y en segundo lugar, también se consideró innecesario imponer cualquier tipo de límite de concentración con respecto a los créditos ostentados por cualquier banco en cualquier deuda soberana. Esta falta de límite de concentración de deuda soberana contrasta claramente con la norma general de que los bancos deben mantener su exposición a cualquier firma por debajo del 25% de su capital. Esta excepción sólo tendría sentido si la deuda pública estuviera realmente exenta de riesgos.

La consecuencia principal de este tratamiento especial reservado a los títulos de deuda pública en los balances bancarios ha sido que en torno a una tercera parte de toda la deuda pública de la eurozona está en manos de las instituciones financieras, que también tienden a favorecer la financiación de su propio gobierno. El

7 Cottarelli, C., L. Forni, J. Gottschalk y P. Mauro (2010) Staff Position Note N° 2010/12.

destino de los Gobiernos y de los bancos está, por tanto, estrechamente vinculado.

A la incoherencia de la reglamentación del mercado financiero se debe añadir que el BCE no aplicó recortes diferenciados a la deuda estatal que aceptó como colateral. Los títulos de deuda emitidos por los Gobiernos de la zona euro eran aceptados de manera indiscriminada siempre que el país estuviera calificado en el rango de inversión. Así ocurrió con todos los Estados miembros de la zona euro, desde Grecia hasta Alemania. Cuando Alemania y Francia debilitaron el Pacto de Estabilidad en 2005, el BCE llevó a juicio a los Estados miembros, pero no modificó su política colateral. Si la hubiera modificado, habría lanzado un claro mensaje de preocupación sobre la sostenibilidad a largo plazo de la política fiscal y sus consecuencias para el futuro de la moneda única. Desafortunadamente, no lo hizo, ni siquiera durante la crisis, una vez que quedó claro que estaba cambiando su postura política. Ahora es cuando el BCE aplica una escala variable de recortes escalonados que hacen que la posesión de deuda pública de menor calificación resulte menos atractiva para los bancos.

La idea de que los Gobiernos proporcionan los únicos activos seguros incluso en una unión monetaria en la que existe un principio de no corresponsabilidad constituyó también el principal motivo de otra omisión: nunca hubo un planteamiento serio de establecer un sistema de garantía de depósitos común de la zona euro (o de la UE). En el ámbito de la UE, las garantías de depósitos

están reguladas por la Directiva de 1994 relativa a los sistemas de garantía de depósitos, pero el enfoque de la armonización mínima adoptado en aquella época ha demostrado ser ampliamente insuficiente y el último respaldo para todos los sistemas nacionales siguen siendo los Gobiernos nacionales. Una garantía de depósitos europea común concebida en base al planteamiento estadounidense de un fondo de financiación previa mediante aportaciones basadas en el riesgo bancario, como la Sociedad Federal de Garantías de Depósito (*Federal Deposit Insurance Company* –FDIC–), habría tenido ventajas evidentes en términos de diversificación del riesgo. Pero la preferencia por las soluciones nacionales (basada en el temor a que un organismo europeo equivalente a la FDIC desembocara en cuantiosas transferencias entre países) y los intereses burocráticos de los sistemas nacionales de garantías de depósitos existentes se han encargado de que no se planteen dichas ideas ni siquiera ahora.

La experiencia de Grecia debería haber servido para dejar de creer que la deuda pública en la zona euro está exenta de riesgos. Pero hasta ahora en ninguna cumbre sobre la crisis se ha alcanzado en base a esta experiencia la conclusión de que es necesario llevar a cabo una reglamentación bancaria. Obviamente, está claro que una vez que golpea la crisis, ya no es posible endurecer la normativa sobre la deuda pública porque se trata de un proceso procíclico, tal y como demostró el caos que reinó tras el único intento de reforzar el sistema bancario en el contexto de las recientes pruebas de resistencia de la ABE sobre la deuda pública.

No obstante, con el fin de ilustrar la importancia de reflexionar sobre los mayores beneficios derivados de un tipo de regulación bancaria diferente, sigue siendo acertado especular sobre qué es lo que habría cambiado si la regulación bancaria se hubiera ajustado al Tratado de Maastricht, es decir, si hubiera reconocido que el hecho de pertenecer a la Unión Monetaria Europea implica que la deuda pública nacional ya no está exenta de riesgos.

Así pues, se podría estudiar cómo habría evolucionado la crisis si desde 1999 se hubieran aplicado las siguientes normas:

- i) Obligar a los bancos a disponer de capital frente a sus tenencias de deuda pública de la zona euro.
- ii) Aplicar los límites normales de concentración también a la exposición del Estado.
- iii) Una política colateral diferente del BCE, por ejemplo con una escala variable de recortes crecientes a la deuda pública en función del déficit y de la deuda del país y su posición en el procedimiento de déficit excesivo.

Lo único que podemos hacer es especular sobre lo que habría cambiado si este tipo de regulación hubiera estado en vigor durante los años del auge económico. Pero son varias las conclusiones que parecen incuestionables.

Grecia, sin duda, se habría topado con muchas más dificultades vendiendo sus bonos a entidades bancarias que habrían tenido que disponer de capital frente a ellos y habría tenido menos facilidades

para utilizarlos para acceder a los fondos del BCE. Y lo mismo se puede decir de Italia, cuya calificación ya en 2006 estaba por debajo del umbral al que en virtud de las normas bancarias habituales entran en vigor unas exigencias de capital más severas. Por consiguiente, estos dos países habrían ido percibiendo gradualmente más señales de mercado, que probablemente les habrían llevado a aplicar una política fiscal más prudente.

Además, en la actualidad habría resultado mucho más sencillo hacer frente a sus problemas porque los bancos tendrían más capital y el límite de concentración habría evitado que los bancos griegos acumularan deuda pública griega por un importe varias veces superior a su capital. Los recursos necesarios para prevenir la caída del sistema bancario griego han incrementado considerablemente (en unos 40.000 o 50.000 millones de euros) la dimensión del apoyo financiero que necesitaba Grecia hasta entonces.

El ciclo negativo de retroalimentación entre la caída en el valor de los bancos y los rendimientos de la deuda pública que tanto desestabilizó todo el sistema bancario europeo durante el verano y el otoño de 2011 también habría quedado muy mitigado si se hubiera aplicado el límite de concentración. Los bancos italianos habrían acumulado menos deuda italiana y habrían podido compensar parte de las pérdidas de ajuste al valor de mercado sobre la deuda italiana con sus ganancias sobre las tenencias de deuda alemana que también habrían tenido que mantener.

Un sistema de garantía de depósito común de toda la zona euro habría contribuido de distintas maneras a afrontar la crisis financiera desde el principio. En primer lugar, en 2008 habría evitado la sentida necesidad de que la fiebre competitiva aportara garantías nacionales a los depósitos bancarios. Entonces, quizá el Gobierno irlandés no habría sentido la necesidad de proporcionar la garantía global para todas las deudas de sus bancos locales que demostraron ser fatídicas una vez se reveló el alcance de las pérdidas.

Irlanda habría seguido sufriendo un enorme estallido de la burbuja inmobiliaria con todas las consecuencias en términos de empleo, pero el Gobierno irlandés no se habría visto arruinado por sus propios bancos. Paul Krugman ha llamado la atención sobre las analogías en lo que respecta a los indicadores económicos fundamentales del estado de Nevada e Irlanda,⁸ argumentando que las principales diferencias residen en que en EE.UU. se hacen transferencias fiscales explícitas y hay una mayor movilidad laboral. Sin embargo, Irlanda ha tenido un nivel de movilidad laboral bastante similar al estado de Nevada. Durante el auge económico conoció una tasa de inmigración superior al 1% de su población, y tras la caída fue la inmigración la que alcanzó una tasa similar. La opinión generalizada de que el euro nunca funcionaría porque no hay suficiente movilidad laboral en Europa no es del todo correcta.

En el caso de Irlanda, la clave no fue la falta de movilidad laboral, sino la falta de una red de seguridad común para los bancos.

⁸ Véase <http://krugman.blogs.nytimes.com/2010/12/29/ireland-nevada/>.

Una garantía europea de depósitos habría proporcionado estabilidad a la base de depósitos. También es probable que la garantía europea de depósitos habría tenido menos contemplaciones con los intereses de los bancos irlandeses y, por consiguiente, habría empezado a incrementar su prima de riesgo cuando casi todo el mundo ajeno al país veía allí claros signos del inminente estallido de la burbuja inmobiliaria.

Grecia, país en el que en la actualidad el sistema nacional de garantía de depósitos es prácticamente inútil porque tan sólo está respaldado por el Gobierno griego, que acaba de presentar un impago de su deuda, nos proporciona otro ejemplo de la posible importancia de estabilizar el sistema bancario. Si hubiera habido un sistema europeo de garantía de depósitos, no se habría producido una fuga de depósitos que hasta la fecha ha alcanzado un importe que ronda los 50.000 millones de euros, o más del 25% del PIB. Así pues, no habría sido tan necesario que el BCE refinanciara el sistema bancario griego, lo que de nuevo rebajaría el coste del rescate de Grecia.

La próxima crisis será distinta de la actual, pero está claro que unas normas diferentes para el sistema bancario llevarían inherentes dos ventajas: proporcionarían señales graduales basadas en el mercado frente a déficits y deudas excesivas. Y además, un sistema bancario capitalizado y con unos riesgos menos concentrados absorbería con mucha más facilidad una insolvencia soberana, reduciendo así la necesidad de recurrir a futuros rescates. La adopción de medidas

en este sentido parece un camino mucho más prometedor para reducir la posibilidad de que se produzcan futuras crisis y minimizar el coste de las mismas, en caso de que estallen de todos modos.

Las primeras impresiones cuentan. Los políticos europeos parecen obedecer a la idea de que la crisis fue originada por una política fiscal excesivamente permisiva en determinados países. Sin embargo, en realidad, los problemas de deuda pública de algunos países se han convertido en una crisis financiera sistémica de toda la zona debido a la fragilidad del sistema bancario europeo. Es probable que la crisis del “euro” se agrave hasta que este problema fundamental haya sido decididamente abordado.

5. Propuesta para un nuevo tratamiento reglamentario de los títulos de deuda soberana en la zona del euro

El objeto de este apartado reside en esbozar una simple propuesta para un nuevo tratamiento reglamentario de los títulos de deuda soberana en la zona del euro, que sigue el hilo de los argumentos recogidos en los apartados anteriores.

1. Quizá sería mejor que cualesquiera ponderaciones del riesgo que debieran introducirse tras la crisis se basaran en criterios “objetivos” antes que en calificaciones.
2. Debería producirse una diversificación del riesgo de los bancos; esto es aún más importante para la exposición soberana que la ponderación del riesgo.

Una manera sencilla de vincular una ponderación del riesgo a los títulos de deuda pública de un país determinado consistiría en hacer que la ponderación dependiera de factores objetivos como la deuda y el déficit del país. Por ejemplo, podríamos suponer que la ponderación del riesgo podría mantenerse en cero si tanto la deuda pública como el déficit fiscal permanecieran en relación con el PIB por debajo del 60% y del 3%, respectivamente. Si el ratio del déficit y/o de la deuda superara los valores de “referencia” previstos en el Tratado, la ponderación del riesgo aumentaría en determinados puntos porcentuales de manera proporcional o progresiva. Además, las ponderaciones del riesgo deberían estar vinculadas a las etapas del procedimiento del déficit excesivo (PDE). Al iniciarse el procedimiento, la ponderación del riesgo aumentaría e iría aumentando en cada etapa adicional del PDE. Esto proporcionaría al PDE verdaderos incentivos incluso sin la necesidad de imponer sanciones.

La introducción de ponderaciones del riesgo positivas para la deuda pública no bastará para prevenir las crisis debido a la “concentración” de riesgo soberano. La experiencia ha demostrado que el incumplimiento en los pagos de deuda soberana se produce en contadas ocasiones; pero las pérdidas son generalmente muy abultadas (por encima del 50%) cuando acaba teniendo lugar dicho incumplimiento. Incluso con una ponderación del riesgo del 100%, el capital de los bancos sólo cubriría unas pérdidas del 8%. Las ponderaciones del riesgo tendrían, por tanto, que acabar siendo extraordinariamente elevadas como para proteger a los bancos frente a las pérdidas

reales en caso de incumplimiento de los pagos de deuda. Esto indica que el aspecto más importante es la diversificación.

Todos los inversores regulados, es decir, bancos, compañías de seguros, fondos de inversión, fondos de pensiones, tienen normas que limitan su exposición frente a una determinada contrapartida a una fracción de su inversión total o capital (en lo que respecta a los bancos). Sin embargo, este límite no es aplicable a la deuda soberana en el seno de la eurozona en lo que atañe a los bancos. La consecuencia de esta falta de límites a la exposición ha sido que, en los países periféricos, los bancos tienen demasiada deuda de su propio Gobierno en su balance, lo que ha desembocado en la fatídica retroalimentación entre la deuda soberana y los bancos. En el norte de Europa, los inversores, como fondos de inversión y compañías de seguros de vida, que generalmente no pueden evitar tener deuda pública, también han concentrado sus valores en cartera a nivel nacional. Esto se ha traducido en una importante caída y, en algunos casos, en valores negativos en los rendimientos de deuda pública, no sólo en Alemania, sino en todo el norte de Europa. Desde el punto de vista de los principales inversores de Europa, hoy en día esto podría parecer una estrategia prudente, pero esta concentración aumenta la vulnerabilidad del sistema ante cualquier vuelco en las fortunas. Es más, si se solicitara a los inversores del norte de Europa que diversificaran sus valores en cartera, se produciría de manera natural una demanda de bonos del sur de Europa, lo que aportaría algo de oxígeno a aquellos Gobiernos que han sufrido un aumento espectacular en el coste de sus préstamos.

La introducción de límites a la exposición durante el periodo de la crisis resultaría mucho menos procíclica que la introducción de exigencias de capital. En la práctica, el planteamiento más simple consistiría en dar por adquiridos los valores existentes, pero aplicar límites a la exposición a las nuevas inversiones.

6. Conclusiones

El presente documento ha recalcado que la agenda política se ha estado centrando obsesivamente en asuntos fiscales desde el principio de la crisis de la zona euro; esta crisis, ni es de naturaleza fiscal, ni tiene una solución exclusivamente fiscal. A pesar de que el episodio griego parecía apuntar únicamente a la indisciplina fiscal, los motivos por los que la crisis no se limitó a azotar a Grecia, sino que se expandió por toda la zona euro adoptando un carácter sistémico, deberían buscarse en (la situación) del sector bancario de la zona euro. Los bancos europeos estaban, y siguen estando, ampliamente infracapitalizados y demasiado vinculados a la ventura y desventura de los Gobiernos.

En el documento señalamos tres pilares contradictorios de la creación de la UME: la no corresponsabilidad en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, la independencia del banco central europeo y la disposición en el marco de la reglamentación del mercado financiero de que los bonos de deuda pública son considerados como valores exentos de riesgo. La combinación del principio de no corresponsabilidad con la institución de un banco central independiente

implica que los países fiscalmente indisciplinados podrían tener que enfrentarse a un incumplimiento en el pago de su deuda, ya que ningún otro país, ni la UE en conjunto, puede asumir su deuda y el banco central no puede monetizarla. Sin duda, esto choca con el principio de que los bancos no están obligados a disponer de capital frente a los títulos de deuda pública por la presunción de que no llevan aparejado ningún riesgo de impago. De hecho, Grecia ha demostrado que esta presunción es errónea.

Esta contradicción fue completamente pasada por alto durante los años de bonanza de principios de siglo, y la línea dominante pasó a ser la de extraer de la reglamentación financiera el planteamiento más conveniente en términos políticos. El “tratamiento exento de riesgos” de los títulos de deuda pública ha sido considerado por los bancos como un claro incentivo para financiar un gasto público rentable y acumular grandes cantidades de deuda pública.

Esto hace que los bancos y los Gobiernos de la zona euro compartan un destino común. Desafortunadamente, la crisis ha hecho que dicho destino sea infausto.

Aunque estos elementos contradictorios no han salido a la luz con claridad hasta ahora, este problema no ha sido abordado y el tratamiento normativo de la deuda pública no ha sido aún modificado.

En este ámbito, este escrito expone algunas ideas concretas sobre el modo de romper el estrecho vínculo entre Gobiernos y bancos, que constituye un obstáculo decisivo en la crisis de la zona euro que tiene que ser eliminado.

Consideramos que hay que incorporar a los balances de los bancos ponderaciones de riesgo positivas con respecto a los títulos de deuda pública, aunque esta medida por sí sola no bastará para prevenir una nueva crisis. Una clara prescripción para reducir la concentración del riesgo e imponer la diversificación tiene, como mínimo, la misma trascendencia, y es complementaria a la ponderación del riesgo.

Al desarrollar los argumentos a favor de las modificaciones en el ámbito regulatorio, expresamos nuestro escepticismo con respecto a la generalizada opinión oficial de que el pacto fiscal recién firmado desempeñará un papel crucial para superar la crisis de la eurozona. Mientras el sector bancario siga débil y altamente expuesto a los Gobiernos y no se rompa el destino común de Gobiernos y bancos, será muy complicado acabar con la crisis.

Bibliografía

- Cottarelli C., L. Forni, J. Gottschalk y P. Mauro (2010), "Default in Today's Advanced Economies: Unnecessary, Undesirable, and Unlikely", IMF Staff Position Note No. 2010/12.

- Graber M. y D. Folkerts-Landa (1992) The European Central Bank: A bank of a Monetary Policy Rule, NBER Working Paper N.4016.

- Giavazzi, F. y M. Pagano (1988), "The advantage of tying one's hands: EMS discipline and Central Bank credibility", European Economic Review, Vol. 32, No. 5, junio, pp 1055-1075 (<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0014292188900657>).

- Gros, D., T. Mayer y A. Ubide (2004), The Nine Lives of the Stability Pact, Special Report of the CEPS Macroeconomic Policy Group, CEPS, Bruselas, febrero (<http://www.ceps.eu/book/nine-lives-stability-pact>).

- Gros D. y F. Roth (2011) Do Germans support the euro? CEPS Documento de trabajo nº 359, diciembre 2011.

- Gros D. (2012), The misdiagnosed debt crisis, Current History, Vol.111, artículo 773 p.83.

- Gros D. (2012), The Treaty on Stability, Coordination and Governance in the Economic and Monetary Union (aka Fiscal Compact), Comentario del CEPS, marzo 2012.

- Padoa Schioppa T. (1994), The Road to the Monetary Union: The Emperor, the King and Genies, Clarendon Press. Lugar de publicación: Oxford.