

La Unión Monetaria Europea: la crisis que no cesa

1. Introducción; 2. El euro: un edificio mal construido; 3. El desbordamiento fiscal; 4. Las consecuencias de la dudosa deuda; 5. Los elementos coadyuvantes; 6. Principales medidas adoptadas para solucionar la crisis de la Unión Monetaria; 7. Resultado de las medidas adoptadas hasta el momento; 8. Consecuencias de la ruptura del euro; 9. El eslabón que falta

* Doctor en Ciencias Económicas y Licenciado en Derecho. Técnico Comercial y Economista del Estado (jub.), Catedrático Emérito de Economía Aplicada (UNED e IEB). Ha desempeñado, entre otros puestos, los de Director General de Política Arancelaria e Importación del Ministerio de Comercio, Consejero Delegado de la Caja Postal de Ahorros, Consejero de Banco Zaragozano, Director del Colegio Universitario de Estudios Financieros (CUNEF) y Consejero del Banco de España.

Especialista en economía internacional y economía española. Ha publicado siete libros y más de setenta artículos en revistas especializadas.

1. Introducción

Los continuos estremecimientos financieros que aquejan a varios países de la zona euro, y que ponen en peligro la supervivencia de la moneda única, no son resultado de acontecimientos aleatorios. Derivan, a nuestro entender, de cuatro razones fundamentales. Primera: la Unión Monetaria es un edificio mal construido porque la urgencia política ha prevalecido sobre la prudencia económica. Segunda: la irresponsabilidad fiscal de muchos gobiernos de países miembros, irresponsabilidad que se ha traducido en la aparición de abultadas deudas públicas. Tercera: las dudas que esas deudas generan en los tenedores de las mismas, fundamentalmente inversores institucionales y bancos, y que dan lugar a notables oscilaciones de los tipos de interés de tales pasivos y, por lo general, a un aumento del coste para los emisores. Cuarta: lo que podríamos denominar los elementos coadyuvantes: los efectos de contagio y derrame que acosan a los mercados financieros, efectos vehiculados por las opiniones de las agencias de calificación y, en ocasiones, por los augurios del Fondo Monetario Internacional sobre la evolución a medio plazo de las economías de la Unión Europea y, muy en especial, por las de la Unión Monetaria.

Frente a ese panorama, y ante la ausencia de soluciones claras, son tres las preguntas que muchos observadores de la crisis se hacen. Primera pregunta: ¿cuáles son las medidas que, hasta ahora, se han adoptado para tratar de aventar esa perturbación recurrente? Segunda pregunta: ¿bastarán esas medidas, o algunas más en

fase de debate, para solucionar el problema o, por el contrario, el destino de la Unión Monetaria es descomponerse, de forma total o parcial? Tercera pregunta: si la Unión Monetaria resulta totalmente inviable y hay que reintroducir las monedas nacionales, ¿qué consecuencias acarrearía el fracaso del euro?

El presente trabajo pretende facilitar una explicación razonada de las causas que han alumbrado la gran perturbación actual y pretende, también, responder a las tres preguntas mencionadas sobre medidas, resultado de las mismas e impacto de una posible descomposición del euro. Con una breve consideración final referida a la solución que debería adoptarse para mantener en pie la Unión Monetaria.

2. El euro: un edificio mal construido

Aunque, desde el Tratado de Roma, la ilusión de la moneda única había estado siempre presente, la decisión definitiva, que figura en el Tratado de Maastrich, es hija de la voluntad política de Francia y Alemania. De Francia porque, para los gobiernos franceses, contar con una moneda común europea evitaría las continuas presiones sobre el franco, presiones que solían zanjarse con la devaluación de su moneda. De Alemania porque, tras la reunificación acaecida en 1990, reunificación que despertó no pocas suspicacias – sobre todo en Francia – aceptar la moneda única significaba resaltar la vocación europeísta de la más importante economía europea. Empujado por esa doble voluntad, el proyecto de unificación monetaria fue prosperando, no sin fricciones importantes, hasta llegar a plasmarse en

realidad en 1999, año en el que once países, entre ellos España, cedieron su autonomía monetaria al Sistema Europeo de Bancos Centrales; Grecia se incorporaría en 2001 y seguirían otros países, hasta alcanzar los diecisiete miembros actuales.¹

Para formar parte del euro, era preciso cumplir los denominados criterios de convergencia de Maastrich, reglas encaminadas a lograr que las distintas economías presentaran una cierta similitud nominal. Durante el año anterior al examen, la tasa de inflación no debía superar en más de 1,5 puntos a la media de los tres países candidatos más estables; al final de ese año el déficit de las Administraciones Públicas no debía superar el 3% del Producto Interior Bruto ni la deuda situarse por encima del 60% de esa magnitud; el país candidato debía haber participado en el Sistema Monetario Europeo durante los dos años anteriores al momento del examen, sin que su moneda hubiera experimentado tensiones significativas; y, durante el año precedente, el tipo de interés nominal a largo plazo no debía haber superado en más de 2 puntos a la media de los tres países más estables.² Tras la quiebra del Sistema Monetario Europeo, ocurrida en 1993, sólo los otros tres criterios fueron exigidos para determinar qué países podían incorporarse al

1 Recordemos que los países que se incorporaron inicialmente a la Unión Monetaria fueron Alemania, Austria, Bélgica, España, Finlandia, Francia, Holanda, Italia, Luxemburgo y Portugal. Grecia se sumó más tarde y, sucesivamente, se incorporaron Eslovenia, Chipre, Malta, Eslovaquia y Estonia.

2 Artículo 121 del Tratado de Maastrich de 1992

euro, criterios que han seguido siendo aplicados para aceptar la solicitud de entrada de los sucesivos candidatos.

Obsérvese que esos criterios sólo fueron exigibles en el momento de la incorporación. Las restricciones posteriores han venido impuestas por el Pacto de Estabilidad y Crecimiento de 1997, encaminadas a mantener la estabilidad presupuestaria en el seno de la Unión. En su virtud, los países no debían superar el límite anual del déficit y la deuda: 3% y 60% sobre PIB respectivamente. Superar esos límites suponía que la Comisión Europea iniciase el procedimiento de déficit excesivo, procedimiento que podía dar lugar a que, al país considerado, se le impusieran determinadas penalizaciones. Más tarde, en 2005, las normas se reformaron para que los déficit objeto de examen no fueran los nominales sino los estructurales y para que, en el proceso de vigilancia y supervisión, encomendado a la Comisión Europea, se tomaran en cuenta no tanto los déficit corrientes como la sostenibilidad de la deuda pública a largo plazo.³ En suma, y ya desde el principio, lo que parecía importar a los dirigentes europeos eran las similitudes nominales que debían ofrecer una serie de economías con pronunciadas disparidades reales. Y, como muestra de esa disparidad, baste con señalar que, en 2002 – Grecia ya se había incorporado – la desviación típica de la productividad laboral por hora trabajada, calculada en PPA, era 29,46;⁴ lo

³ Véase “El pacto de Estabilidad y Crecimiento: las finanzas públicas en la zona euro” de la Subdirección General de Asuntos Económicos y Financieros de la Unión Europea, Boletín Económico de ICE nº 2906, 16-28 de octubre de 2007.

⁴ Elaborada con los datos de Eurostat para los doce países miembros.

que ponía de manifiesto, desde el principio, la diferente capacidad competitiva de los distintos países, diferencias que anticipaban la aparición futura de perturbaciones asimétricas en la zona, un conjunto que, por razones varias, no constituía – ni constituye – una zona monetaria óptima. Y así, sobre arenas movedizas, se edificó la Unión Monetaria Europea, arenas movedizas que comenzarían a sumergirla tan pronto como la irresponsabilidad fiscal de algunos de los gobiernos hiciera mella en el conjunto del edificio.

3. El desbordamiento fiscal

¿Pueden los gobiernos de países con moneda débil emitir deuda en su moneda y lograr que la adquieran inversores extranjeros? La posibilidad es mínima porque el potencial inversor pensará que, en algún momento, la moneda se depreciará de forma sustancial, causándole un perjuicio patrimonial.

¿Pueden hacerlo los países con moneda fuerte? Pueden porque los inversores no temerán los perjuicios patrimoniales derivados de una devaluación. Y la prueba es que, tradicionalmente, los inversores, privados o institucionales, residentes en los más variados países, han mantenido, en sus carteras, deudas denominadas en dólares, marcos, francos suizos o yenes.

El euro nació con vocación de moneda fuerte, una fortaleza que emanaba de la política monetaria del Banco Central Europeo, cuyo

objetivo primero debía ser mantener la estabilidad de precios⁵; y que, además, representaba a una serie de economías importantes, a la cabeza de las cuales se encontraba Alemania. Más aún, el riesgo de cambio desaparecía para países miembros y, por tanto, facilitaba la creación de un gran mercado financiero en euros.

La aparición del euro significaba, por tanto, la desaparición del pecado original sufrido por países de moneda débil: la dificultad para endeudarse en otras monedas, so pena de afrontar dosis muy elevadas de fragilidad financiera.⁶ El camino quedaba, pues, expedito para que gobiernos de países euro que, antes de incorporarse a la moneda única, tropezaban con dificultades para financiarse en otras monedas, pudieran endeudarse fácilmente en el pujante mercado financiero del euro. No faltaba sino la imperiosa necesidad de hacerlo.

Y esa imperiosa necesidad llegó con la crisis, iniciada en 2007, y con la caída generalizada de los ritmos de crecimiento, caída que queda reflejada en el cuadro que sigue.

Nótese que, si bien la caída del ritmo de crecimiento ha sido general, los países con recesión más acusada han sido, dentro del grupo inicial de doce países, Irlanda, Italia, Portugal y España.

5 Art. 2 de los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del Banco Central Europeo.

6 Véase Eichengreen, B. y Hausmann, R. " Exchange Rates and Financial Fragility ", NBER WP 7418, 1999.

Cuadro nº 1. Crecimiento medio de la Eurozona (17 países)

País	Media 2004-2006	Media 2007-2011
Alemania	1,87	1,20
Austria	2,90	1,30
Bélgica	2,57	1,12
Chipre	4,07	1,68
Eslovenia	4,73	0,74
Eslovaquia	6,70	3,80
España	3,67	0,26
Estonia	8,43	-0,14
Finlandia	3,70	0,80
Francia	2,20	0,52
Grecia	4,07	-1,90
Holanda	2,53	1,14
Irlanda	5,03	-0,82
Italia	1,27	0,52
Luxemburgo	4,93	1,28
Malta	2,33	2,20
Portugal	1,27	-0,20

Fuente: Elaboración propia, con datos de Eurostat (Europe in figures, 2012)

Al contraerse el ritmo de crecimiento, y tanto más cuanto más bruscamente se produzca el cambio de ciclo, los ingresos presupuestarios se reducen y los déficits aparecen o aumentan y crecen aún más si los presupuestos incorporan estabilizadores automáticos, en virtud de los cuales la política fiscal se torna expansiva en períodos recesivos, y más expansiva aún si los gobiernos confían en superar la crisis por medio de impulsos fiscales adicionales.

Razones todas ellas que han dado, como resultado último, el crecimiento veloz de la deuda del sector público, tal y como se advierte en el cuadro nº 2.

Cuadro nº 2. Evolución de la deuda pública de la zona euro (%PIB)

País	2007	2011	Crecimiento
Alemania	65,2	81,8	25%
Austria	60,2	72,2	20%
Bélgica	84,1	97,2	16%
Chipre	58,8	64,9	10%
Eslovenia	23,1	45,5	97%
Eslovaquia	29,6	44,5	50%
España	36,2	69,6	92%
Estonia	3,7	5,8	57%
Finlandia	35,2	49,1	38%
Francia	64,2	85,4	33%
Grecia	107,4	162,8	52%
Holanda	45,3	64,3	42%
Irlanda	24,9	108,1	334%
Italia	103,1	120,5	17%
Luxemburgo	6,7	19,5	191%
Malta	62,4	69,6	12%
Portugal	68,3	101,6	49%
Eurozona	66,3	88	33%

Fuente: elaboración propia, con datos del Statistical Annex of European Economy, otoño de 2011. Los datos se refieren a deuda bruta porque son los pasivos a los que los gobiernos deben hacer frente.

Ante ese panorama de crecimientos lentos, o decrecimientos, y de deudas públicas crecientes, nada tiene de extraño que los recelos de los tenedores de esas deudas aumentaran velozmente – recelos que afectaban, sobre todo, a los países en los que se conjugaban la fase recesiva, el rápido crecimiento de la deuda y las escasas perspectivas de recuperación. Era, por tanto, previsible que cualquier acontecimiento que afectase a la deuda de un país diese lugar a una reacción en cadena que pusiese en tela de juicio la estabilidad financiera de la eurozona.

Ese acontecimiento fue la virtual suspensión de pagos de Grecia el 23 de abril de 2010: en esa fecha el gobierno griego solicitó, del Fondo Monetario Internacional y de la Unión Europea, un préstamo de 45.000 millones de euros con los que hacer frente a sus obligaciones financieras, cuatro meses después de que Fitch, la agencia de calificación, hubiera degradado la calidad de su deuda.

4. Las consecuencias de la dudosa deuda

Desde la fecha mencionada, las muestras de temor frente a deudas soberanas consideradas poco fiables no han dejado de producirse por diferentes vías. En primer lugar, por el aumento de las primas de riesgo de determinados títulos; en segundo lugar, por el aumento del coste de los seguros de crédito para los mismos títulos; en tercer lugar, por el mayor coste ocasional de las nuevas emisiones de los países bajo sospecha, los denominados países periféricos: Grecia, Portugal, Irlanda, Italia y España.

Las tres reacciones mencionadas se mueven, por supuesto, en la misma dirección. El aumento de las primas de riesgo, en los mercados secundarios, consiste, como es sabido, en descuentos del valor de los títulos, descuentos que equivalen a un aumento de los intereses correspondientes y que se comparan con los intereses de la deuda de referencia, la alemana, para el mismo plazo. En su versión más simple, los seguros de crédito (Credit Default Swaps) son contratos en virtud de los cuales, y mediante el pago de una prima, el tenedor de un

bono asegura el cobro del nominal. Y un aumento de las primas de riesgo y del precio de los seguros afecta, por definición, al coste de las nuevas emisiones: cuanto más se encarezcan las primas y el seguro, mayor será el interés que deberán ofrecer las nuevas emisiones y mayor el coste para los gobiernos correspondientes. Todo lo cual tiende a empeorar la situación financiera de los gobiernos, situación que empeorará de forma más acelerada si el tipo de interés medio de la deuda viva resulta superior al ritmo de crecimiento de su economía.

5. Los elementos coadyuvantes

Los mercados financieros actuales son mercados de noticias y rumores.⁷

Las primeras muestran el desarrollo de las turbulencias y reflejan hechos verificables: la petición de ayuda inicial del gobierno griego; las sucesivas medidas de ajuste reclamadas por las autoridades europeas y el Fondo Monetario Internacional para conceder las ayudas; las reacciones sociales provocadas por los planes de austeridad en diferentes países o las rebajas de calificación de deuda soberana de varios países de la Eurozona, Francia incluida. Acontecimientos todos ellos que denotan la permanente gravedad de una crisis no resuelta.

⁷ Un amplio estudio del tema de los rumores es el de Mark Schindler: "Rumors in Financial Markets", Wiley&Sons, UK, 2007.

Los segundos son, por lo general, interpretaciones, opiniones que suelen transmitirse a través de los distintos medios de comunicación, trátase de revistas especializadas, de prensa diaria, de programas de radio y televisión o de noticias difundidas por la red. Algunas son opiniones razonablemente fundadas que tratan de ponderar la difícil situación de la Unión Monetaria y de ofrecer algún tipo de solución.⁸ Otras buscan, pura y simplemente, alarmar, hasta el punto de sugerir a sus lectores que acumulen provisiones alimenticias para poder sobrevivir al caos que se desatará, a escala mundial, cuando el euro implosione y desencadene un tsunami financiero que se extenderá por los cinco continentes.⁹

Súmense, a todo ello, las amenazas continuas de recalificación a la baja de deuda soberana por parte de las tres grandes agencias norteamericanas -Standard&Poors, Moody's y Fitch-, las tres que tan optimistas se mostraron en el caso de las hipotecas basura norteamericanas,¹⁰ y las dudas que, de vez en cuando, manifiesta el Fondo

8 Ejemplos de opiniones de este tipo son "Beware of fallen masonry", *The Economist*, 26/11/2011, y las vertidas por K. Rogoff en la entrevista publicada por *Spiegel* el 27/2/2012, titulada "Germany Has Been the Winner in the Globalization Process".

9 Léase "Will Greek Sovereign Debt Default on March 23" de Patrik Heller, *Coinweck*, 22/2/2012 (en red).

10 En opinión de John Kiff, del Fondo Monetario Internacional, las opiniones de las agencias acentúan las incertidumbres, en los mercados de deuda soberana, debido a la importancia que parecen atribuirle los participantes en esos mercados. Véase su artículo "Reducing Role of Credit Ratings Would Aid Markets" *IMF Survey Magazine*, 29/9/2010. También Arezki et al: "Sovereign Rating News and Financial Markets Spillovers", IMF, WP/11/68.

Monetario Internacional sobre el futuro de la zona euro, y se comprenderá que todo ese conjunto de pareceres, desde los más razonados a los más alarmistas, despierta múltiples temores y se mueve en la dirección de la profecía autocumplida: el desastre se producirá porque la avalancha de opiniones negativas propicia su irrupción.

6. Principales medidas adoptadas para solucionar la crisis de la Unión Monetaria

Hasta el momento (abril 2012) esas medidas han supuesto la creación de fondos de ayuda de carácter general, la aprobación de un servicio de préstamos a Grecia (Greek Loan Facility), las intervenciones del Banco Central Europeo y la puesta a punto de un nuevo Tratado sobre Estabilidad, Coordinación y Gobernanza de la Unión Económica y Monetaria.

En 2010 se creó el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera, cuyo objetivo es facilitar recursos a países euro que atraviesen por dificultades financieras. Se trata de una compañía con sede en Luxemburgo y su capacidad de préstamo alcanza los 440.000 millones de euros.¹¹ Para conceder un préstamo a un país euro, es preciso que el gobierno del país lo solicite y que firme un programa de ajuste. Parte de los préstamos a Irlanda y Portugal se han formalizado a través de ese Fondo.

11 Todos los datos referidos a los fondos de ayuda y al servicio de préstamos a Grecia proceden de documentos oficiales de la Comisión Europea.

En 2011 se creó el Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera, con similar propósito. Se trata de una institución, supervisada por la Comisión Europea, que obtiene sus recursos de los mercados de capital mediante la emisión de bonos respaldados por el presupuesto de la Unión Europea. Puede prestar ayuda a miembros de la Unión Europea, sean o no miembros de la Eurozona, es compatible con ayudas prestadas por otras vías y requiere también la aprobación previa de un programa de ajuste. A través de este programa también se han concedido préstamos a Irlanda y Portugal.

Los dos fondos anteriores se subsumirán, en su día, en el Mecanismo Europeo de Estabilidad (European Stability Mechanism), acordado en Febrero de 2012 por los países de la Eurozona y que debería empezar a funcionar en Julio del mismo año. Su ayuda no se limitará a la concesión de préstamos sino que podrá, también, adquirir bonos emitidos por los países miembros, tanto en los mercados primarios como en los secundarios, y facilitar recursos destinados a recapitalizar instituciones financieras. En principio, deberá contar con un capital de 80.000 millones de euros y una capacidad crediticia inicial de 500.000 millones de euros. En mayo de 2010 los miembros de la Eurozona decidieron prestar a Grecia, con carácter bilateral, 80.000 millones de euros que, sumados a los 30.000 millones procedentes del Fondo Monetario Internacional, alcanzaban los 110.000 millones del primer rescate griego. A finales del 2011, y con cargo a ese programa, que implicaba un compromiso de ajuste, se habían desembolsado

73.000 millones de euros. El 14 de marzo de 2012 se ha aprobado un nuevo programa de ayuda, con quitas sustanciales para los acreedores y obligaciones de ajuste para el Gobierno griego, por valor de 130.000 millones de euros, cantidad en la que está incluida la contribución del Fondo Monetario Internacional que alcanza los 28.000 millones. Ese apoyo financiero, que durará hasta el 2014, tiene por finalidad lograr que, en 2020, la deuda pública griega se sitúe por debajo del 117% de su Producto Interior Bruto. Parte de esa ayuda se canalizará a través del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera.

Una intervención de especial importancia, en esta crisis, proviene del Banco Central Europeo, intervención que se canaliza a través de dos vías. De forma no recurrente, el Banco adquiere deuda en el mercado secundario, con lo cual reduce la prima de riesgo y hace posible que las emisiones de nuevos títulos se efectúen a menor coste. Por otro lado, presta recursos a tipo de interés muy bajo a los intermediarios financieros – su tipo básico lleva tiempo en el 1% - lo que da lugar a que los bancos de los países más afectados adquieran parte de las nuevas emisiones. Facilitan, por tanto, la colocación de los títulos, títulos que resultan rentables para las entidades financieras y menos costosos para los emisores.

El 2 de marzo del presente año, y tras múltiples debates en el seno del Consejo Europeo, los representantes de veinticinco países de la Unión Europea – ni el Reino Unido ni la República Checa

quisieron adherirse – firmaron el Tratado sobre Estabilidad, Coordinación y Gobernanza en la Unión Económica y Monetaria. Aunque el nuevo Tratado haya sido rubricado por miembros de la Unión Europea que no forman parte de la Unión Monetaria, el propósito fundamental del mismo es forzar a los países euro a mantener equilibradas las finanzas públicas y buena prueba de ese propósito es que el Tratado entrará en vigor cuando haya sido ratificado al menos por doce países euro.

Pieza clave del acuerdo es el denominado Pacto Presupuestario que obliga a dichos países a reforzar su disciplina presupuestaria y que introduce la regla de presupuesto equilibrado, regla que debe incorporarse a las legislaciones nacionales y, de preferencia, a la Constitución. Los déficit estructurales no deben superar un determinado límite y se aceptan los déficit cíclicos, resultantes de caídas sustanciales de la actividad económica, siempre que, a medio plazo, no se altere la regla del equilibrio presupuestario. Y, para el caso de que los déficit superen el límite permitido, se prevén una serie de penalizaciones automáticas.¹²

7. Resultado de las medidas adoptadas hasta el momento

A juzgar por los datos que van apareciendo a principios del mes de abril de 2012, la crisis no se ha superado, en lo que atañe, sobre

¹² El texto completo del Tratado puede verse en la web del Consejo Europeo.

todo, a los países periféricos: se mantiene la elevada volatilidad, tanto en los mercados de deuda soberana como en los de renta variable – en estos últimos se observa la caída tendencial de las cotizaciones de los bancos más expuestos a la deuda soberana de esos países; y persisten las dudas sobre la capacidad de varios de ellos para hacer frente a sus obligaciones. Lo cual no tiene nada de extraño, por varias razones.

Los ajustes necesarios para reconducir la deuda hacia niveles más soportables obstaculizarán, a corto plazo, la capacidad de crecimiento de los cinco países, lo que, al contraer sus ingresos fiscales, dificultará aun más la recuperación económica. Y todo ello en medio de un clima de estancamiento económico y de recesión que parece haberse adueñado de la Unión Europea, en su conjunto, y de la Unión Monetaria, en especial.¹³

La situación de Grecia está muy presente en todos los análisis económicos de la zona euro porque, hasta el momento, pocos son los que creen que el segundo rescate, recientemente aprobado, logrará que el país solucione sus problemas y muchos los que piensan que no tardará en arbitrarse un tercer rescate. Y esas dudas sobre el futuro de la economía griega se propagan hacia el resto de los países periféricos y, en buena medida, hacia el futuro mismo de la Unión Monetaria.

13 Las proyecciones pueden consultarse en el European Economic Forecast, Autumn 2011 (en red).

A pesar del conjunto de medidas aprobadas hasta el momento, los procesos de decisión son largos porque es necesario poner de acuerdo a representantes de países, que tienen muy en cuenta la opinión de sus ciudadanos, y a representantes de las instituciones comunitarias. Procesos largos, en los que se mezclan múltiples opiniones, discrepantes a veces, que aumentan las incertidumbres sobre el futuro del euro, pese a que la desaparición de la moneda única plantearía problemas de mucha mayor envergadura de los que hasta ahora se pretende resolver.

8. Consecuencias de la ruptura del euro

La ruptura de la Unión Monetaria puede producirse porque uno o varios países miembros decidan abandonar la moneda común y reintroducir la moneda propia. Quiérese decir con ello que la disolución puede deberse a la salida de uno o varios países de economía débil o, por el contrario, al abandono de uno o varios países de economía pujante. En cualquiera de los dos casos, la Unión quedaría rota.

Desde el punto de vista legal, tal posibilidad no existe, por el momento, porque el Tratado de Maastrich no incorpora cláusula alguna que abra esa puerta; sólo el Tratado de Lisboa, de 2007,¹⁴ admite la retirada voluntaria de un país miembro de la Unión Europea, pero nada se dice de la Unión Monetaria. Tal vez porque

¹⁴ Art. 50 del Tratado sobre retirada voluntaria de un país miembro.

los artífices de la moneda común pensaron siempre que, dado que la moneda única suponía un paso importantísimo en la construcción económica y política de Europa, la decisión de cada país debería ser irrevocable.

Pero, dejando a un lado, por importante que sea, el aspecto legal, la quiebra de la Eurozona acarrearía una serie de consecuencias desastrosas para el país o países que abandonaran el euro, para la Eurozona en su totalidad y para el conjunto de la economía mundial.

Pensemos, en primer lugar, en la salida de un país de economía débil. La simple presunción de abandono por parte de sus ciudadanos daría lugar a una transferencia masiva de depósitos de sus bancos hacia otros bancos situados fuera del país, dado que nadie querría ver sus tenencias de euros convertidas en saldos en moneda devaluada; lo cual llevaría al Gobierno correspondiente a imponer, como medida preventiva y anterior a la decisión de abandonar el euro, un límite a la retirada de depósitos y un estricto control de cambios. Como hay que suponer que parte de la deuda privada del país estaría contraída con instituciones extranjeras, individuos y empresas se verían en la irritante situación de tener que hacer frente a tales deudas con una moneda nacional de inferior valor. Respecto de la deuda soberana, el problema sería el mismo: el Gobierno se vería compelido a honrarla a coste superior. Y los desajustes económicos internos serían de tal magnitud que el principal propósito que puede perseguir la vuelta a la moneda nacional-recuperar la política cambiaria y, por su conducto, aumentar la

competitividad de la oferta exportable- tardaría muchos años en cumplirse. Por no hablar de los conflictos legales y sociales que se sucederían, en dicho país, al generarse un clima recesivo de gran calado y duración imprevisible.

Si el país decidido a abandonar el euro fuera un país de notable fortaleza económica, ¿predominarían las ventajas sobre los inconvenientes? No es fácil responder a esa pregunta, por dos razones. En primer lugar porque lo previsible es que su moneda se apreciase, lo que, aunque pudiera suponer una ventaja inicial, plantearía también problemas. Por ejemplo, y a partir de ese momento, sus bancos contarían con depósitos en la nueva moneda pero hay que suponer que parte de sus activos corresponderían a operaciones con residentes en la zona euro y, en consecuencia, los intermediarios financieros tendrían que afrontar pérdidas por esa vía, amén de tener que hacer frente a sus obligaciones fiscales en la nueva moneda. En segundo lugar, y éste es el aspecto más importante, la apreciación de su moneda mermaría su competitividad en los restantes países euro - el principal mercado de todos los países de la Unión Monetaria – lo que, sin duda, trabaría durante bastantes años su capacidad de crecimiento.¹⁵

15 Sobre estos aspectos, véase “Euro break-up: the consequences” de UBS Investment Research, 6/9/2011 (en red). También las opiniones de Eric Dior: “Leaving the euro zone: a user’s guide”. IESEG School of Management (Lille Catholic University), octubre 2011 (en red).

La salida de la Eurozona de cualquier país, o de varios países, desintegraría la Unión Monetaria en su vertiente económica y política. En su vertiente económica porque la creciente desconfianza de todos sus ciudadanos daría lugar a fugas de capital sustanciales y, probablemente, a la quiebra de varios sistemas financieros, lo cual emborronaría las muy limitadas perspectivas económicas de la zona y la abocaría a un largo período recesivo. En su vertiente política porque su peso internacional disminuiría muy considerablemente, a partir de una situación, la actual, no demasiado brillante: su falta de unidad política y sus indecisiones, que la caracteriza como área de poder blando, reducen, claramente, la presencia internacional de una zona que, no lo olvidemos, es, tomada en su conjunto, la segunda economía y el segundo mercado del mundo.¹⁶ Su disolución y el subsiguiente largo período recesivo emborronaría, hasta límites insospechados, la presencia internacional de ese grupo de países. Y todo ello sin considerar el probable descalabro de la Unión Europea.

Resulta curioso observar el distanciamiento con el que muchos analistas no europeos tratan los espasmos de la Unión Monetaria. Lo cual equivale, en muchos casos, a considerarlos un problema local: la Eurozona soporta fortísimas tensiones, derivadas de la crisis de deuda soberana, y su pervivencia está en entredicho. Y ahí queda todo. Olvidan que, en un mundo de merca-

¹⁶ Con datos del Banco Mundial y de la Organización Mundial de Comercio para el 2010.

dos financieros plenamente integrados, la crisis de la Eurozona tendría un impacto global. Por dos razones. En primer lugar, porque buena parte de la deuda soberana se halla en las carteras de bancos; en segundo lugar, porque los seguros de crédito (CDS) se encuentran, posiblemente, repartidos por instituciones financieras de todo el mundo.

En diciembre del 2011, 513.000 millones de euros de deuda pública de los cinco países periféricos (Grecia, Irlanda, Italia, Portugal y España) figuraban en las carteras de bancos europeos.¹⁷ Si tenemos en cuenta que las instituciones financieras de todo el mundo se encuentran vinculadas por una serie de transacciones internacionales, no resulta difícil colegir que la ruptura del euro tendría repercusiones a escala global.

En marzo de 2011, los CDS vinculados a deuda soberana europea suponían 145.000 millones de dólares.¹⁸ Ninguna de esas dos cifras resulta elevada pero sí tienen la suficiente entidad como para que las convulsiones de la zona euro, derivadas de una ruptura de la moneda, se trasladasen a otras regiones del mundo con efectos multiplicadores sustanciales.

17 Jenkins, P. y Stabe, M: "EU banks slash sovereign holdings". Con datos de la European Bank Association (en red).

18 ISDA: "The Impact of Derivative Collateral Policies of European Sovereigns and Resulting Basel III Capital Issues", 19/12/2011 (en red).

Por todas esas razones hay que suponer que la Unión Monetaria logrará superar la presente crisis. Pero, desde nuestro punto de vista, los actuales cortafuegos – los fondos destinados a rescates, llámense como se llamen – y las obligaciones presupuestarias, incluidas en el Tratado sobre Estabilidad, Coordinación y Gobernanza, no bastarán para superar los actuales problemas y lograr que la Unión Monetaria sirva de antesala a lo que, en el fondo, se ha querido lograr a través de la moneda única: una cierta forma de Unión Política. Para ello falta, en estos momentos, un eslabón adicional.

9. El eslabón que falta

Hasta el momento, los esfuerzos encaminados a resolver la crisis han seguido dos caminos: crear instrumentos financieros para evitar la suspensión de pagos de algunos gobiernos – el caso más preocupante es el de Grecia – y reforzar la obligación de los países miembros de alcanzar y mantener un razonable equilibrio presupuestario. Pasos importantes pero que no han servido para eliminar la continua tensión que se observa en los mercados financieros del euro, tensión que sólo las intervenciones del Banco Central Europeo han conseguido suavizar. Suavizar, no eliminar.

Obsérvese que todas las acciones emprendidas hasta el momento – ayudas y reglas- no implican ninguna responsabilidad conjunta. Se trata de sumar ayudas financieras y de recordar que, en

un entorno de moneda única, la política fiscal debe ser muy similar y muy prudente en todos los países miembros. La responsabilidad recae, por tanto, en el Gobierno de cada país.

Pero, si se quiere apuntalar el edificio mal construido de la Eurozona, esas medidas no serán suficientes. Será preciso mostrar que los miembros de la Unión Monetaria son capaces de responsabilizarse, de forma solidaria, de los problemas de todos sus integrantes. Y lo que procede, para afirmar esa responsabilidad conjunta, es emitir los denominados Eurobonos o Bonos de Estabilidad; es decir, bonos emitidos de forma mancomunada que sustituirían, en todo o en parte, a la deuda soberana actual. Porque de esa medida, que constituiría un paso adelante de extrema importancia en la construcción del edificio común que descansa sobre la moneda única, se derivarían tres consecuencias de enorme alcance: se aliviaría rápidamente la crisis de la deuda soberana de algunos miembros; se reduciría el coste de emisiones futuras puesto que la solvencia del conjunto así lo permitiría; y se lograría que el sistema financiero de la Eurozona fuese más resistente a cualquier perturbación futura, con lo que la estabilidad financiera del conjunto quedaría reforzada. Decisión que implica, necesariamente, la creación de un Tesoro común y la aplicación de una política fiscal también común

Por supuesto, esa decisión entraña dificultades económicas múltiples, y problemas políticos de extrema complejidad, porque los ciudadanos de los países más prósperos y estables de la Unión estarán poco dispuestos a aceptar esa forma de responsabilidad

común que, a su entender, hará gravitar sobre sus hombros los problemas financieros de otros. Pero no olvidemos que esa posibilidad ya ha sido sugerida por la propia Comisión Europea, precisamente para alcanzar esos objetivos.¹⁹ Y no olvidemos, sobre todo, que, como se ha intentado poner de manifiesto en este trabajo, el no ser de la Unión Monetaria no es un problema de suma cero, en el que unos ganan lo que otros pierden; es un problema de suma negativa, en el que pierden todos.

¹⁹ Véase European Commission: "Green Paper on the feasibility of introducing Stability Bonds", 23/11/2011.COM(2011) 818 final (en red).

