

La crisis de la Eurozona

*Muchos son los factores que han contribuido a que el Occidente y más concretamente Europa estén sufriendo de manera muy especial la crisis económica que nos atenaza. Si hasta hace no mucho se nos ofrecía un halagüeño futuro en el que el déficit y el endeudamiento parecían estar lejos de nosotros, hoy la realidad es muy otra: vivimos instalados en una *dinámica económica y social recesiva*. Acompañada, como no podía ser menos en una sociedad identificada con el estado de bienestar, con el endeudamiento de los Estados; lo que supone además del endeudamiento de los grandes bancos europeos una posible quiebra de los Estados que componen la Unión Europea. Europa puede caer en lo que los economistas llaman el riesgo sistémico. Frente a esta situación no basta con predicar y vivir más austeramente. Es imprescindible acometer una reforma institucional de la Eurozona, lo que quiere decir más y mejor gobierno europeo.*

De la burbuja de activos a la crisis financiera y a la crisis económica

Mucho se ha escrito los últimos años sobre la crisis financiera, sus causas y sus devastadores efectos, uno de los cuales es la crisis de la Eurozona.

Pero puede ser oportuno recordar el conglomerado de factores que hicieron posible la Gran Recesión de la primera década del siglo XXI. Así, cabe destacar entre ellos la cultura dominante de desregulación financiera y su confianza en que los mercados financieros funcionan razonablemente bien, sin que sean necesarias especiales regulaciones y supervisiones; también la abundante disponibilidad de fondos prestables a bajos tipos de interés, procedentes por un lado de la acumulación de reservas de divisas por parte de economías emergentes y asiáticas con muy importantes superávits de balanza de pagos, y por otro de la aplicación de políticas monetarias expansivas (abundante dinero barato) por parte de los bancos centrales (Reserva Federal Americana, Banco Central Europeo y otros). Tampoco se puede olvidar la ingeniería financiera que, alentada por retribuciones ligadas a los resultados a corto plazo, utiliza sofisticados y opacos instrumentos financieros; y la cultura dominante consumista y especulativa, que infravalora la formación, el trabajo paciente y bien hecho, el ahorro y la inversión productiva.

A los anteriores factores hay que añadir el olvido de las reglas tradicionales del negocio bancario (evitar la concentración de riesgos y el sobreendeudamiento), así como los clamorosos fallos de supervisión por parte de las autoridades públicas, sin dejar de mencionar el negligente comportamiento de las agencias de calificación de riesgos (con importantes conflictos de intereses). Finalmente, cabe citar el precario conocimiento de los economistas, en su gran mayoría sorprendidos y desbordados por la evolución de los acontecimientos, y sólo capaces de dar explicaciones *a posteriori* de los mismos.

Todo este conglomerado de factores facilitó la formación de una gran burbuja (financiera y, en algunos países, inmobiliaria), que impulsó la demanda (en gran parte especulativa) de activos y elevó su precio, en una espiral que tiene límite: la explosión de la burbuja. Pues los precios de los activos no pueden crecer ilimitadamente, y cuando dejan de crecer, se hunde la demanda especulativa, caen sus precios, dándose una dinámica acumulativa de pérdidas e impagos con graves efectos sobre las finanzas privadas (bancos, empresas y hogares), sobre la economía real (gasto, producto, empleo y renta) y sobre las finanzas públicas (déficit y endeudamiento).

Por el aumento de la morosidad y la caída de las cotizaciones bursátiles, las entidades financieras registraron importantes pérdidas, por lo que

para evitar males mayores (pánico bancario, retirada masiva de depósitos, quiebras bancarias y ruina de los depositantes) tuvieron que ser recapitalizadas por los Estados, en detrimento de las finanzas públicas. Los bancos restringieron la oferta de crédito a empresas y hogares y encarecieron sus préstamos. Las bolsas registraron muy importantes pérdidas de capital, reduciéndose considerablemente la riqueza financiera y creándose un clima generalizado de falta de confianza en las empresas, en los hogares y en las instituciones financieras.

En medio de una crisis financiera, en los mercados financieros, en los que actúan bancos, aseguradoras, fondos de inversión, fondos de pensiones, etc., ocurren comportamientos muy volátiles y reacciones muy exageradas ante los acontecimientos que van ocurriendo en la economía real y en las finanzas públicas. Simplificando, cabe referirse a dos tipos de comportamientos básicos: uno mayoritario, de temor e incremento de la aversión al riesgo, gregario (con efecto manada) que trata de defender el patrimonio financiero y mueve el capital entre activos y entre países y zonas monetarias, buscando minimizar pérdidas; y otro comportamiento, mucho más arriesgado y codicioso, especulativo, que trata de sacar partido de la volatilidad de los mercados.

La crisis financiera tuvo un efecto inmediato en la economía real. Dadas las restricciones de crédito, la pérdida de riqueza financiera y de confianza, cae el gasto (consumo e inversión), lo cual provoca consiguientes caídas de producción, de empleo y de rentas, y el paro aumenta. Y a partir de ello surge lo que los economistas llaman un efecto multiplicador: la menor renta y el menor empleo, y la falta de confianza, reducen nuevamente el gasto, lo que a su vez vuelve a deprimir la producción, el empleo y la renta, creando una dinámica recesiva.

De la crisis económica a la crisis fiscal

Estando íntimamente relacionadas las finanzas privadas y las públicas (a través de la recaudación fiscal y las prestaciones sociales), la crisis económica incidió enseguida en las finanzas públicas. Por un lado, cayó la recaudación fiscal (se recauda menos IRPF, IVA, impuesto de

sociedades, etc., y aumenta la economía sumergida); y por otro lado, el aumento del paro llevó a la necesidad de mayores prestaciones de desempleo. Es el resultado de la actuación de los denominados estabilizadores automáticos (impuestos y prestaciones).

Pero además, los gobiernos de ambos lados del Atlántico no se conformaron con el comportamiento de los estabilizadores automáticos, sino que realizaron políticas keynesianas de estímulo (más gasto público y menos impuestos), tratando de combatir la crisis del gasto privado y el aumento del paro. De modo que las finanzas públicas, ya debilitadas por el dinero empleado en los rescates a los bancos, se deterioraron aún más por dos motivos: por la actuación de los estabilizadores automáticos y por los estímulos keynesianos. En consecuencia, el déficit público crece mucho, especialmente en los países más afectados por las burbujas financiera e inmobiliaria y/o con problemas de competitividad. Y, por tanto, aumenta el endeudamiento de los Estados, que tienen que emitir mucha deuda pública. Y gran parte de la deuda pública emitida por los Estados es adquirida por bancos, no sólo del propio país, sino también de otros países europeos, creándose una muy intensa y peligrosa conexión financiera entre bancos y Estados; de modo que la eventual quiebra de un Estado implica importantes pérdidas en los bancos europeos.

Un caso especial es el de Grecia. Ya antes de la crisis, el Estado griego estaba muy endeudado, debido a recurrentes y abultados déficit públicos, relacionados con la excesiva burocracia del Estado, con una muy mala gestión del gasto público y con su muy precario sistema fiscal (que padece mucho fraude). De modo que ya antes de la crisis, existía un gran desajuste en las finanzas públicas griegas, con el agravante de su ocultación a los Estados socios de la Eurozona. La crisis incrementa todavía más el déficit y el endeudamiento del Estado griego hasta niveles muy elevados, siendo adquirida gran parte de la deuda pública griega por bancos griegos, franceses y alemanes, con lo que se crean las bases de un efecto dominó.

De la crisis fiscal a la crisis de la Eurozona

La Eurozona surge en 1999 con importantes diferencias económicas e ideológicas. Destacan, por un lado, países del centro-norte de Europa

La crisis de la Eurozona

(como Alemania, Países Bajos, Austria y Finlandia), con economías competitivas, balanzas de pagos saneadas y capacidad de financiación; países donantes netos a los presupuestos y actuaciones comunitarias. Por otro lado, países del sur (como Grecia, Portugal, España), con bajo nivel de competitividad, balanzas de pagos deficitarias y necesidad de financiación; países beneficiarios netos de las actuaciones comunitarias. Esta divergencia económica (la Europa de dos velocidades) provoca no sólo que la crisis fiscal tenga muy diferente intensidad en unos y en otros Estados, sino que afloren opiniones públicas muy diferentes (y enfrentadas) sobre la forma de afrontar la crisis de la Eurozona.

En los países del centro-norte abunda la idea de que la solución de la crisis fiscal de los Estados del sur no debe ser a costa de los contribuyentes de los países del norte-centro, sino que debe recaer sobre las economías y los Estados del sur. El argumento es el *riesgo moral* en que se incurre cuando las consecuencias del mal comportamiento económico y fiscal del sur es financiado por el norte-centro. Frente a la idea de evitar el riesgo moral, también abunda en Europa la idea de evitar el *riesgo sistémico*, pues dada la gran interdependencia sistémica entre Estados del sur y bancos del centro, la quiebra de un Estado del sur provocaría efectos dominó y contagio, con grave perjuicio para el conjunto de la Eurozona.

El déficit institucional de la Eurozona

Desde el punto de vista institucional, la Eurozona descansa en una institución básica, el Banco Central Europeo (BCE), entidad supranacional independiente de los gobiernos nacionales, que tiene encomendada la política monetaria con el objetivo de evitar la inflación. Pero el BCE tiene prohibida la financiación del déficit público en que puedan incurrir los gobiernos. De modo que las emisiones de deuda pública de los Estados, al contrario de lo que sucede en países con moneda propia (por ejemplo, el Reino Unido), no tienen el respaldo final del BCE, con lo que existe la posibilidad de que los Estados quiebren. En caso de grave desajuste financiero de un Estado, para evitar la quiebra, o pide ayuda financiera a otros Estados de la Eurozona (que pueden negársela, pues el Tratado no les obliga, o exigirle costosas contrapartidas) o quiebra. De modo que, sin el respaldo del BCE, el alto endeudamiento de los Estados los hace muy vulnerables. Y ello lo

perciben los mercados financieros que, o no prestan a Estados muy endeudados, o si lo hacen es exigiendo a cambio muy altos tipos de interés (muy altas primas de riesgo que les compense del riesgo que corren de impago).

La Eurozona no tiene un Ministerio europeo de Finanzas que, con independencia de los gobiernos y con visión europea, controle y discipline las finanzas públicas de los Estados y, en caso de apuro financiero de un Estado, intervenga en su ayuda. En este orden, la Eurozona sólo dispone de un código de conducta (con escaso nivel de cumplimiento por parte de los Estados), el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC), orientado a evitar que se produzca excesivo déficit público.

Los efectos dominó y contagio

En la Eurozona, la intensa crisis fiscal, la gran interconexión entre instituciones financieras y Estados, el no respaldo final del BCE a la deuda pública emitida por los Estados, la ausencia de un Ministerio de Finanzas europeo y el comportamiento de los mercados financieros explica los graves episodios de la crisis de la Eurozona.

Ante el elevado endeudamiento de un Estado (y la consiguiente perspectiva de quiebra) se sucede una serie de reacciones. Por un lado, en las bolsas se registran ventas masivas de los títulos de deuda emitidos en el pasado por dicho Estado y, en consecuencia, la caída de la cotización de los mismos (que implica el aumento de su rendimiento implícito). Ello significa que el Estado en cuestión cuando emite nueva deuda (para cubrir la insuficiencia de ingresos y para amortizar la vieja deuda a medida que vence) tiene que afrontar un tipo de interés mayor (una prima de riesgo mayor), porque si no, los mercados financieros no le prestan. Además, la expectativa de quiebra de un Estado genera expectativas de que también pueden quebrar otros Estados que padecen igualmente desequilibrios en sus finanzas públicas.

Por otro lado, los bancos que tienen en su poder mucha deuda cuya cotización está cayendo, registran importantes pérdidas y ello provoca ventas masivas de las acciones de esos bancos y caída de su cotización. Los bancos afectados suelen reaccionar restringiendo la concesión de

La crisis de la Eurozona

créditos, lo cual perjudica la recuperación económica, siendo necesarias nuevas intervenciones de los Estados para recapitalizar los bancos.

Todo este complejo conjunto de interacciones entre la economía financiera y la real y entre las finanzas públicas y las privadas ayuda a entender por qué la crisis fiscal, especialmente intensa en algunos países (Grecia sobre todo, pero también Irlanda y Portugal), ha provocado que sus Estados hayan tenido que renunciar a financiarse en los mercados financieros, dados los muy altos tipos de interés que les exigían los mercados financieros, y dada la ausencia de Ministerio europeo de Finanzas, han tenido que pedir ayuda a los restantes Estados. Y éstos, con fuertes discrepancias entre ellos, han tardado mucho en poner en marcha sus planes de ayuda, exigiendo a cambio fuertes contrapartidas.

No basta la austeridad para superar la crisis de la Eurozona

¿Qué hacer para superar la crisis de la Eurozona? Sin duda los Estados tienen que impulsar reformas estructurales para mejorar la competitividad de las economías, así como sanear sus finanzas. En la medida en que los Estados reduzcan su déficit y endeudamiento, disminuirá su riesgo de quiebra y la repercusión sobre los bancos acreedores; mejorará la confianza de los mercados financieros y los Estados podrán satisfacer sus necesidades de financiación a tipos de interés sostenibles. Son, pues, necesarias medidas de austeridad, planes de ajuste de las finanzas públicas (reducir el gasto y elevar los impuestos).

Pero siendo necesaria no basta la austeridad, pues la austeridad por sí sola frena el gasto, el producto, el empleo y la renta, afectando negativamente a la recaudación de impuestos y dificultando el ajuste de las finanzas públicas. El ajuste de las finanzas públicas ha de ser gradual y acompañado de medidas de estímulo económico. El problema es que la mayoría de los Estados afectados (salvo algunos países del centro-norte, como Alemania), dada la situación de sus finanzas públicas, no pueden aplicar medidas de estímulo, pues incrementarían el déficit público.

En este callejón sin salida se hecha en falta un Ministerio europeo de Finanzas o, en su defecto, un instrumento (el Fondo europeo de rescate)

con capacidad de emitir deuda pública comunitaria de bajo coste (por el respaldo del conjunto de los Estados de la Eurozona) y con la posibilidad de obtener financiación del BCE. Un Ministerio de Finanzas o, en su defecto, un Fondo europeo de rescate no sólo podrían financiar rescates a Estados en apuros y frenar actuaciones especulativas, sino también proporcionar las medidas de estímulo que precisan las economías europeas para superar su crisis financiera y fiscal.

Es, pues, imprescindible la reforma institucional de la Eurozona: un PEC que incremente la disciplina y el control de las finanzas públicas nacionales, una institución con capacidad de emitir eurobonos y con línea de crédito en el BCE. En suma, la solución de la crisis de la Eurozona exige más y mejor gobierno europeo. Todo ello sin perjuicio de las necesarias reformas que los gobiernos europeos (especialmente los del sur) deben emprender para cambiar patrones de gasto insostenibles y modelos productivos poco competitivos, que también están en la base de la crisis de la Eurozona. ■