

EL EURO, ÁRBOL QUE CRECE TORCIDO

Por el Académico de Número
Excmo. Sr. D. José María Serrano Sanz*

Señor Presidente,
Señores Académicos:

“Jamás se hizo nada derecho con la madera torcida de la humanidad” escribió Kant. Al parecer ésta era la cita del filósofo alemán que Isaiah Berlin prefería; de ahí el título de uno de sus libros, que es el aquí evocado en relación con la moneda europea. Sé que esta evocación puede interpretarse como expresión del más negro pesimismo, pero yo instaría a leerla en clave de sana advertencia desde el escepticismo.

El proyecto europeo, con sus innegables virtudes, ha despertado a menudo un entusiasmo acrítico que ha empujado a tomar algunas decisiones escasamente meditadas. Es probable que los protagonistas de tales decisiones, los europeístas fervientes, pensasen en aprovechar cualquier viento favorable para avanzar todo lo posible, con la idea de que más adelante podrían enmendar los errores que el tiempo desvelara. Pero no siempre es posible —y en todo caso, nunca fácil— enderezar un árbol que crece torcido. Y éste es, en mi opinión, el problema que plantea el euro hoy.

Un problema que no es tema de interés exclusivo para eruditos. Las tribulaciones del euro están afectando con seriedad a la economía española. Ciertamente la crisis actual tiene una innegable dimensión propia y, a resultas, una agenda de deberes que no cabe transferir a Europa. Pero es igualmente cierto que hay una dimensión europea de la crisis española que alcanza ámbitos tan decisivos como el monetario y el financiero. Los fallos de diseño del euro y las

* Sesión del día 16 de octubre de 2012.

torpezas en su gestión están pesando con fuerza en las dificultades que encuentra la economía española a la hora de intentar solucionar sus problemas. Para ilustrarlo les haré primero un breve diagnóstico de la situación nacional y después me ocuparé con más detalle de la moneda europea.

* * *

En el tercer trimestre del año 2008 la serie del PIB español sufrió la primera de una serie de caídas intertrimestrales. Cierto es que esa tasa negativa no fue un brusco cambio de tendencia, pues el crecimiento se venía desacelerando desde comienzos de 2007. Pero la reducción del PIB marcó el comienzo de un largo periodo de intensas dificultades en el que todavía nos encontramos.

Desde entonces cabe distinguir tres etapas. La primera, dominada por tasas negativas, se prolongó hasta el primer trimestre de 2010 y tuvo su punto más crítico en el segundo de 2009, cuando la economía española cayó un 4,4%. Entre el segundo trimestre de 2010 y el tercero de 2011 se abrió una segunda etapa, con cifras de crecimiento positivas, aunque tan modestas que es más propio hablar de estancamiento, o calma chicha, que de recuperación. Desde el último trimestre de 2011 hasta hoy mismo las cifras negativas han vuelto a adueñarse de la escena; es la tercera etapa, cuyo final aún no se atisba.

En conjunto, la gravedad de esta crisis no encuentra paralelo en las estadísticas españolas de los últimos decenios ni por duración ni por intensidad. En términos agregados ha reducido, hasta el momento, más de un 4% la renta española, ha provocado la pérdida de tres millones y medio de empleos y la desaparición de, aproximadamente, medio millón de empresas.

En comparación con otros países occidentales, tras una recesión inicial común, en España se advierte una menor capacidad de recuperación y, sobre todo, una destrucción de empleo muy superior. Por supuesto, la casuística es muy diversa, pero los promedios son claros: frente a unos crecimientos del PIB en la OCDE de un 3,2 y un 1,8% en 2010 y 2011, España sólo consiguió un -0,1 y 0,7, respectivamente. Incluso es desfavorable la comparación con el área del euro, donde el crecimiento fue 1,9 y 1,5. En cuanto al empleo, tanto la OCDE como la eurozona han logrado recuperar en términos generales los niveles previos a la crisis, en contraste con la severa pérdida española.

¿Cuál es la explicación de esta singularidad? En nuestra opinión, el factor diferencial es la extrema vulnerabilidad que la economía española tiene ante una restricción financiera. La crisis internacional es, ante todo, una crisis financiera, que ha hecho que las oportunidades de obtener financiación sean muy escasas. En especial, para aquellas economías que, como la española, reúnen dos características: la de estar muy endeudadas y la de arrojar dudas sobre

sus posibilidades de reembolsar deudas, dada su incapacidad de recuperar el crecimiento. Veamos ambas cuestiones.

En cuanto al endeudamiento excesivo, su origen es doble. Por una parte, el sector privado de la economía española ya estaba fuertemente endeudado con el exterior al comienzo de la crisis. Era la herencia negativa que dejó la etapa de expansión. Por otra, a lo largo de la crisis se ha añadido nuevo endeudamiento a cargo del sector público. Son las secuelas de una política económica escasamente acertada.

Primero nos referiremos a la herencia. El problema del desequilibrio financiero tiene su origen en la sostenida tendencia de la economía española a invertir en exceso. Durante la última fase de crecimiento todos los agentes compartieron ese rasgo. Las familias compraron viviendas, las empresas ampliaron capacidad productiva y las administraciones multiplicaron infraestructuras. Atizados por la confianza que difundió el sistema financiero y el descuido de las autoridades, se invirtió con tal desmesura que el esfuerzo excedió en mucho a las posibilidades del ahorro interno. Esa aguda tendencia a la sobreinversión ha continuado en la crisis: todavía alcanzó el año pasado un 22% del PIB, frente al 18% de la Unión Europea o el 16% de Alemania.

En este tema los resultados de un reciente estudio son elocuentes. España es el país del mundo con mayor dotación de capital por habitante, por ocupado y por unidad de producto. Y el quinto país del mundo que más ha invertido entre 1995 y 2008, tras China, India, Corea y Turquía. A diferencia de los mencionados países, ese esfuerzo ayuda aquí poco al crecimiento. En otras palabras, no es racional económicamente y, además, como no somos capaces de financiarlo con nuestro propio ahorro, nos ha llevado a endeudarnos.

En segundo lugar, no podemos obviar la política económica en la crisis para explicar el exceso de endeudamiento. A partir de 2008 los ingresos presupuestarios comenzaron a bajar por su sensibilidad ante el ciclo, mientras se mantenían los gastos con el objetivo de preservar en lo posible los niveles de actividad y la cohesión social. El déficit presupuestario y el aumento de la deuda pública fueron los resultados. Al hacerse insostenible el ritmo de crecimiento de ambos en 2010, llegaron las subidas de impuestos y unos recortes que son hoy todavía insuficientes para encontrar una senda creíble hacia el equilibrio.

Por uno y otro motivo, la herencia y la política, España ha necesitado financiación externa durante trece años consecutivos, desde 1999 hasta 2011 inclusive, un período sin parangón en nuestras estadísticas. El problema ha sido particularmente grave desde 2004 hasta 2011, cuando se han sucedido ocho ejercicios en cada uno de los cuales el desequilibrio ha estado sistemáticamente por encima del 3% del PIB, superando incluso el 9 en dos ocasiones.

Para tener un término de comparación cabe decir que en tiempos de la peseta un solo año con un déficit exterior por encima del 3% llevaba a la devaluación. Se trataba de una medida dolorosa pero eficaz, que solía venir de la mano de una pérdida de divisas que alertaba del desequilibrio externo a las autoridades. Con la entrada en la Unión Monetaria este mecanismo de alerta desapareció. Pero al llegar la crisis los mercados financieros han agregado las deudas de cada país hasta definir una posición de riesgo, que viene a desempeñar el papel que tenían las reservas de divisas. Un aumento de la prima de riesgo se lee hoy en los mismos términos de desequilibrio que antes una reducción de las divisas, indicando idéntica necesidad de ajuste.

En todo caso, el hecho es que España está hoy muy endeudada y, vista su escasa capacidad de crecimiento a corto plazo, las dudas sobre sus posibilidades de hacer frente a los vencimientos futuros van en aumento entre los potenciales prestamistas. Eso es lo que determina la restricción financiera, que pesa como una losa sobre la economía española y que es imprescindible levantar para encontrar el camino de salida de la crisis.

Respecto al escaso crecimiento. Como antes he indicado una diferencia crucial entre la economía española y otras occidentales es su dificultad para recuperar el crecimiento. En mi opinión, tres son los motivos por los que el crecimiento no aparece en el horizonte español. Primero, los excesos inversores se han materializado en actividades poco productivas, como las inmobiliarias o la sobrecapacidad en infraestructuras; de ahí los bajos crecimientos de la productividad. Se ha enterrado dinero ajeno sin generar capacidad de producción nueva y ahora hay que devolverlo. Segundo, el exceso de gasto improductivo lo ha hecho posible un sistema financiero que se encuentra con problemas de solvencia por la incapacidad de zanjar deudas de los prestatarios. La política financiera ha sido desastrosa: ha ignorado este problema durante mucho tiempo y así extendido la sospecha sobre el conjunto al no discriminar entre entidades con y sin problemas. Como el crédito es una necesidad imperiosa para el crecimiento, los problemas del sistema financiero lo estrangulan. Tercero, los fallos en la implementación de la política económica, que merecen atención singular.

Porque es importante destacar que la actual es la primera crisis que la economía española padece con una nueva estructura institucional de política económica. La capacidad de actuación de la Administración central se ha visto doblemente recortada desde la crisis anterior, vivida en los años noventa. Por una parte ha perdido las políticas monetaria y cambiaria en favor de las autoridades europeas y, por otra, ha cedido la capacidad de controlar partidas significativas del gasto público en beneficio de las autonomías. En otras palabras, la Administración central carece hoy de los instrumentos tradicionales de una política de demanda, como la devaluación, la financiación del déficit presupuestario vía política monetaria, o la expansión del crédito y además ha de

negociar con otras instituciones, sometidas también a la presión de la política, recortes decisivos del gasto.

Pues bien, en mi opinión, el nuevo escenario institucional ha sido un fracaso sin paliativos. Más allá de los errores o la escasa habilidad de los gobiernos es preciso reconocer que el reparto de papeles y competencias entre la Administración central, las autonómicas y las europeas no ha resultado en absoluto funcional, a la hora de gestionar la política económica frente a la crisis. La necesaria coordinación de la política hacendística con las Comunidades autónomas ha sido, y es, un problema permanente. Pero ese no es el tema al que deseamos prestar una atención especial esta tarde. Como ya hemos anticipado, queremos ocuparnos de Europa y a ella dedicaremos el resto de la intervención.

* * *

De todas las cesiones de soberanía hechas por España en el proceso de construcción europea, la más decisiva, en esta hora, es la monetaria, consecuencia de la integración de la peseta en el euro. La pertenencia a la moneda común está resultando una rémora de proporciones colosales para enfrentar la crisis, sin que de ello deba concluirse la conveniencia de abandonar el euro, porque la enorme deuda denominada en euros, se multiplicaría. Lo que decimos es que no cabe ignorar los perjuicios que representa para España la actual configuración de la Unión Monetaria.

El problema, una vez más, tiene dos caras. Por una parte, es cierto que las autoridades españolas pecaron de imprudencia en años pasados al dejar que la deuda fuera creciendo sin control, hasta resultar casi insostenible en ausencia de crecimiento. Pero esa no es la única cuestión. También hay un problema en las instituciones europeas, en la medida en que el euro se ha revelado un proyecto con fallos de diseño notorios, sin que las autoridades comunitarias se hayan mostrado particularmente diligentes en la parte de gestión que les correspondía en la crisis.

Les resumiré mi opinión en pocas palabras y después trataré de argumentarla. Desde mi punto de vista el euro se quedó en un proyecto inacabado como moneda común, limitado a una mera zona de estabilidad cambiaria supuestamente irrevocable. Pero la historia ha mostrado repetidamente que las zonas de estabilidad cambiaria están destinadas al fracaso en el largo plazo y la eurozona ni siquiera estaba particularmente bien equipada para cumplir ese limitado papel. De ahí sus zozobras y el riesgo de completo naufragio en la primera crisis a la que se ha enfrentado.

Es cierto que tras el desencadenamiento de la crisis se ha decidido un nuevo curso de acción. En realidad, se ha decidido volver a empezar, inten-

tando la reconversión del viejo y limitado euro en una verdadera moneda común, dotada de instrumentos y procedimientos de acción apropiados al objetivo. Pero, como dijera en los noventa Hans Tietmayer, gobernador del banco central alemán, “una unión monetaria no es un problema técnico, sino un proyecto político”. Y ocurre que en estos momentos el impulso político de integración europea está muy debilitado por falta de liderazgo y no hay garantía alguna de que el proceso llegue a buen puerto.

Además los procesos de toma de decisiones son complejos y todo resulta de una lentitud desesperante. Por eso las dudas permanentes sobre el futuro del euro están más fundadas de lo deseable. Lo dramático para nosotros es que la indefinición tiene un coste muy elevado para un país como España, situado en la periferia del sistema y en el epicentro del problema.

* * *

Para entender los dilemas del euro será útil recordar brevemente los orígenes de la cooperación monetaria europea y los principales hitos de la misma. Como saben, el tema no estaba previsto en los tratados fundacionales porque en los años cincuenta la estabilidad cambiaria internacional parecía bien protegida con el paraguas de Bretton Woods. El sistema enlazaba con tipos de cambio fijos, pero ajustables, a las monedas occidentales, era gestionado por una autoridad independiente, el Fondo Monetario Internacional, y tenía un ancla para la moneda de reserva, el dólar, me refiero a su obligada convertibilidad en oro. Cuando en agosto de 1971 Estados Unidos quitó el ancla al declarar la no convertibilidad, por el exceso de dólares que había en el exterior, el sistema se descompuso. Los demás países rompieron la disciplina cambiaria y pasaron a un régimen de flotación.

Para un área empeñada en un proceso de integración, como la Comunidad Económica Europea de la época, la incertidumbre cambiaria asociada a la flotación, representaba un serio inconveniente, en cuanto dificultaba las transacciones comerciales y financieras. Por eso desde finales de los sesenta, cuando se hizo evidente que el fracaso de Bretton Woods estaba próximo, comenzaron a diseñarse en Europa esquemas de cooperación monetaria, como el plan Barre de 1969 y el informe Werner de 1970. Finalmente, en 1972 se creó la “serpiente monetaria”, un sistema flexible para evitar las devaluaciones competitivas y desordenadas. Los resultados no fueron demasiado satisfactorios y unos años después, en 1979, se constituyó el Sistema Monetario Europeo, un modelo más exigente, con una unidad monetaria teórica, el ECU, unas bandas de fluctuación reducidas y un mecanismo de crédito para hacer frente a problemas transitorios. Era la recreación, digamos que con matices y a escala europea, de Bretton Woods.

Pero el Sistema, como su antecesor, tenía un problema de inestabilidad latente, puesto de relieve al comenzar los años noventa. En aquella coyuntura, por cierto, la peseta fue paradigma de las carencias del mecanismo de coordinación monetaria. Era la moneda que registraba las presiones más intensas de apreciación, mientras la economía española se hallaba sumida en desequilibrios financieros tan intensos como insostenibles. Por unos años los déficit presupuestario y de balanza de pagos, junto a una inflación diferencial persistente, parecieron no ser impedimento suficiente para frenar una demanda desbordante de pesetas, animada por la combinación de altos tipos de interés nominales y la garantía cambiaria que aparentemente ofrecía el Sistema. Todo se vino abajo, como es sabido, entre 1992 y 1995, cuando no sólo la peseta sino el Sistema completo entró en una profunda crisis.

Debemos decir aquí que ya por entonces las insuficiencias del Sistema habían sido anticipadas e incluso había un plan para estrechar la cooperación monetaria con la creación de una moneda única, el debido a Delors en 1989. Esta fue la salida que se adoptó con la firma del Tratado de constitución de la Unión Europea en 1992, que culminó, tras avatares diversos, con la creación del euro por un grupo de once países, a partir del 1 de enero de 1999.

* * *

La constitución de una unión monetaria no era una novedad ni en términos históricos ni en el mundo de las ideas económicas. Se contaba incluso con una teoría que proporcionaba una guía para delimitar quienes estaban llamados racionalmente a participar en una unión. Se trataba de la teoría de las áreas monetarias óptimas de Robert Mundell, según la cual, las ganancias de compartir una moneda entre varios países son altas cuando el comercio interno y las transacciones financieras son una proporción elevada de sus intercambios totales y, además, la estructura económica es similar. En este caso, los costes de transacción eliminados con la moneda única serán muy importantes y los riesgos de que un país tenga shocks específicos reducidos, por lo que perderá valor tener un instrumento monetario individual de ajuste. De esa comparación de costes y beneficios cabría extraer una línea de demarcación, que situase a los diversos países dentro o fuera de un proyecto de unión monetaria, convirtiendo la decisión en poco menos que automática.

Aunque hubo cierto debate académico sobre si los once, y Europa por extensión, constituían un área monetaria óptima, el proceso siguió adelante. Más sorprendente es que apenas hubiera discusión sobre la organización institucional de la unión monetaria. Particularmente sorprendente si se considera que se había optado por una estructura muy elemental, con el Banco Central Europeo como administrador solitario de un objetivo único, la estabilidad de precios.

Semejante estructura significaba que había triunfado la estrategia de crear una zona de estabilidad cambiaria pretendidamente irreversible y sin apenas cooperación, más que una verdadera unión monetaria. En otras palabras, la estabilidad cambiaria, estrategia con motivaciones estrictamente comerciales, se había impuesto a la unión monetaria, que era el objetivo de quienes primaban los lazos de la integración política.

El problema de constituir una zona de mera estabilidad cambiaria — que podríamos denominar patrón euro— es que, según fue concebida, resulta inviable en el largo plazo. Sirva una referencia al patrón oro, el otro gran experimento histórico de creación de un área con cambios férreamente ligados para ilustrar la cuestión. Tres diferencias hay entre el oro y el euro: la base metálica, la confianza y la posición ante el trilema. Dos de ellas juegan a favor del oro y le auguran mayor sostenibilidad que al euro, supuesto que éste se mantenga sin reforma.

Me explico. Como todo sistema de base metálica, el patrón oro tenía en la simplicidad conceptual su principal virtud. Al establecer un vínculo entre la capacidad de emisión de billetes y su respaldo metálico se simplificaba al máximo la gestión de la política monetaria, consiguiendo una disciplina impuesta a los gobernantes desde el exterior. Además, al tener un patrón de valor común, los movimientos internacionales de capitales se facilitaban por la eliminación del riesgo cambiario. Finalmente, cualquier desequilibrio en las balanzas por cuenta corriente se ajustaba automáticamente entre los países del oro, vía transferencias de numerario, que tendían a corregir los excesos e impedir que tales desequilibrios fueran permanentes. El tipo de interés era un precio que permitía comparar la situación relativa de los distintos países y sus diferenciales inducían los movimientos necesarios para los ajustes, marcando los puntos de entrada o salida del oro.

En teoría, todo funcionaba automáticamente a partir de la decisión de un país de aceptar o no la disciplina del oro, es decir, asumir la obligación de canjear sus billetes por metal si alguien lo requería. No había protocolos compartidos ni instituciones de vigilancia o cooperación comunes, porque era un sistema de adhesión. Cada país, singularmente, se ganaba la credibilidad de sostener su moneda en el patrón. Las crisis se desataban cuando un país no era capaz de mantener la convertibilidad y se resolvían con su abandono del patrón sin poner en riesgo al resto.

Hasta aquí la visión tradicional del patrón oro. Tradicional, porque las investigaciones de los últimos años han descubierto numerosos casos de cooperación informal entre países, en ocasión de crisis inminentes, que prueban el interés colectivo por la continuidad del sistema. El temor a que el abandono de la disciplina por parte de un país sembrara dudas sobre la sostenibilidad del patrón en el resto, explicaría ese interés. La restauración de la confianza era

decisiva para todos, pues la falta de credibilidad del sistema elevaba la prima de riesgo, no solo de los más vulnerables, sino de todos y cada uno, aunque fuera en medida diferente. De esta manera, la defensa de la confianza se terminó constituyendo en una piedra angular del patrón oro.

Finalmente, el denominado “trilema” de Obstfeld ilumina un tercer factor de separación entre el oro y el euro. Si un conjunto de países se plantean alcanzar tres objetivos: estabilidad del cambio, libertad de circulación de capitales y soberanía monetaria, digamos que para estimular el pleno empleo, sólo podrán conseguirlos agrupados de dos en dos, pero nunca los tres a la vez. Dado que los dos primeros forman parte de la esencia de la moneda única, es preciso renunciar permanentemente a buscar el pleno empleo por vía de una política monetaria diferenciada. Pero esto, que era posible en tiempos del oro, resulta impensable en economías modernas, donde la política impone en las agendas de los gobiernos la obligación de actuar frente a las coyunturas económicas adversas. De manera que una zona de estabilidad cambiaria será una fuente de tensiones permanente en cuanto aparezca la más leve dificultad cíclica y las tensiones se multiplicarán si no hay sincronía entre los ciclos de los diversos países. Para evitarlo, sólo cabe avanzar hacia una verdadera unión monetaria, donde nuevos instrumentos compensen aquellas disfunciones.

En comparación con el oro, el patrón euro no tiene la rigidez del metalismo, aunque tampoco su automatismo en los ajustes. En cambio, resulta ser mucho más rígido como organización, en cuanto al no haber reglas de exclusión automáticas, el fracaso de un solo país puede ser leído como el fracaso de la unión. Es el riesgo de la situación griega. Si para el patrón oro la necesidad de confianza y cooperación era un factor de rigidez, para el euro lo es en una proporción muy superior. Por último, los países de la época del patrón sólo tenían que atender a dos de los tres objetivos del “trilema”, mientras en la Europa del patrón euro parecen obligados los tres, lo cual resulta una quimera. Así pues, si el patrón oro no pudo sobrevivir en el largo plazo por sus rigideces, el euro, como moneda pensada exclusivamente en términos de zona de estabilidad cambiaria, menos.

* * *

El euro pudo superar sin cambios sus primeros años por la muy particular coyuntura en que nació. La cómoda implantación y difusión, así como la presencia creciente en los mercados internacionales se debieron más a los tiempos que a méritos propios, de ahí que fueran malinterpretadas. Una etapa de abundancia de ahorro en todo el mundo, debida a la estrategia de crecimiento vía exportación elegida por China y otros países emergentes, fue fácil de gestionar. En especial, porque el crecimiento generalizado ni siquiera incorporaba tensiones importantes en los precios, excepto en ciertas materias primas

y en la energía. Los dilemas de política monetaria parecían no existir o ser de tono menor. Hasta se permitió que los bancos centrales de occidente atizasen la hoguera con políticas monetarias expansivas de largo plazo, determinantes en las burbujas que después han estallado.

Sólo al llegar la crisis las carencias del euro quedaron al descubierto, como también las disfunciones provocadas por los prolijos procesos decisionales en las instituciones europeas. A continuación examinaré ambas cuestiones sucesivamente.

Desde mi punto de vista, el principal defecto de la organización monetaria de la zona euro era su despreocupación por las condiciones financieras de sus economías. Como si el mantenimiento de los equilibrios financieros no tuviese importancia o estuviese garantizado por alguna clase de orden natural. Como si nadie hubiera de preocuparse en caso de producirse una crisis de proporciones sistémicas en los bancos de un país que amenazase colapsar su economía, o incluso en el conjunto del sistema financiero europeo, supuesto que fuera sometido a un shock externo de gran magnitud. El interés por el equilibrio financiero era tan limitado que se pensó bastaba para conseguirlo con respetar el liviano pacto de estabilidad y crecimiento derivado de las condiciones de ingreso en la moneda única. Un pacto que, además, sólo afectaba a los gobiernos, sin referencia alguna a los sectores privados. Algo que ha costado muy caro a la economía española, una economía sin problemas de deuda pública en tiempos de bonanza, pero con enorme endeudamiento privado.

Con tales premisas la misión del Banco Central Europeo se limitaba al mantenimiento del valor de la moneda, un objetivo que se ha revelado necesario pero no suficiente para el correcto funcionamiento del lado financiero de las economías europeas. Y no se trata de la discusión entre monetarismo y keynesianismo, sobre si debe figurar sólo la estabilidad o también el crecimiento en la agenda del banco central. Es algo mucho más importante, como ya señalara Milton Friedman con referencia a los aspectos monetarios de la crisis del 29: el banco central no puede eludir su misión de prestamista en última instancia a riesgo de provocar catástrofes financieras y, en consecuencia, económicas. Y aquí, todavía ahora, se está discutiendo cómo y cuándo hacerlo, una dilación tanto más grave cuanto que en sus primeros tiempos, el euro atravesó por un episodio que debiera haber hecho reaccionar a sus responsables. Lo recuerdo. Fue a raíz del 11 de septiembre de 2001, cuando el Banco Central Europeo, como sus homólogos de los principales países occidentales, se enfrentó a un posible episodio de pánico financiero y ofreció liquidez ilimitada a la banca europea.

La tarea de prestamista en última instancia debe llevar aparejada alguna clase de supervisión sobre el sistema bancario de la zona o bien la coordinación de la misma, supuesto que delegue en los antiguos bancos centrales;

requiere, en suma, el espacio bancario único. Y, por descontado, el banco debe establecer condiciones estrictas, pero no mirar para otro lado cuando perciba riesgo de sostenibilidad del sistema financiero.

En otro caso, se acaba dejando el problema en manos de las autoridades nacionales, con recursos muy limitados toda vez que han delegado la soberanía monetaria. Pensemos en los compromisos contraídos en el otoño de 2008 por la mayoría de países europeos cuando se aumentaron generalizadamente las garantías de los depósitos bancarios o algunos gobiernos entraron en el capital de bancos con problemas. No pareció demasiado peligroso, porque era el comienzo de la crisis y las deudas públicas aún no se habían disparado. Pero fue suficiente, por ejemplo, para arrastrar a Irlanda. De hecho, contenían el germen de un riesgo sistémico transferido de los bancos a los gobiernos por las insuficiencias del papel del banco central.

Esto nos lleva como por la mano al segundo equilibrio financiero del que no se puede desentender la organización de un área monetaria, el de las finanzas públicas nacionales. De acuerdo con el “trilema” macroeconómico, al que antes me referí, una crisis cíclica en un área que no puede ser combatida con devaluación o impulsos monetarios hará incurrir a la hacienda del país que la sufra en déficit, por muy modestos que sean los estabilizadores automáticos y muy contenida que se muestre la política discrecional. De ahí que en todas las áreas monetarias haya fondos colectivos para atender desviaciones coyunturales del equilibrio en la hacienda pública de algún país participante; este fue el caso del Fondo Monetario Internacional en el mucho menos exigente sistema de Bretton Woods. Por supuesto, la financiación de esos desequilibrios debe conllevar condiciones y vigilancia de su cumplimiento. Pero la posibilidad de asistencia financiera debe existir y en la eurozona esa asistencia no se ha instaurado de forma permanente hasta ahora mismo. El lunes 8 de octubre pasado, al formalizarse la constitución del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE), se decía en el comunicado oficial que era “piedra angular de la unión monetaria”. De esta manera se reconocía, aunque fuera por pasiva, que el euro había carecido en sus primeros trece años de una “piedra angular”.

La cuestión va incluso más allá, pues las haciendas de la eurozona están tan desprotegidas que tal pertenencia penaliza con la desconfianza de los inversores. El resultado son primas de riesgo más elevadas, a igualdad de condiciones, que las de un país no miembro, como acaba de mostrar Paul de Grauwe, y como ilustra la situación relativa de España y Gran Bretaña. Las mayores primas, a su vez, empeoran la situación y aumentan la desconfianza, con lo cual la quiebra puede ser una profecía autocumplida. Tampoco de este problema debería desentenderse la organización de una unión monetaria, pues se trata de efectos perversos generados por sus propias deficiencias. Sin embargo, hasta el pasado 6 de septiembre no se anunció un programa del Banco Central Europeo para comprar deuda en mercados secundarios con el

propósito de reducir la prima de riesgo en aquellos casos en que se considerase excesiva.

* * *

Y vamos llegando al final, en concreto al último punto que deseaba abordar ante Vds., el relativo a los procesos decisionales en las instituciones europeas. Una vez desencadenada la crisis y puestas en evidencia las carencias y limitaciones del euro sólo cabía disolver el área o avanzar hacia una moneda común, añadiendo las instituciones y protocolos de gestión que faltaban. Se eligió la segunda opción, pero en un clima donde los intereses nacionales, con gobiernos acuciados por múltiples dificultades, volvían a imponerse. En semejante escenario el intergubernamentalismo siempre triunfa sobre las instituciones comunes, poniendo en evidencia las debilidades que tienen los procesos decisionales en Europa. Los retrasos, las indecisiones y la discrecionalidad están siendo la pauta, imponiendo un lastre a los países como España más afectados por la crisis y extendiendo un manto de desconfianza sobre el proyecto europeo.

El propio Banco Central Europeo se ha contagiado de estos procedimientos y ha traicionado su supuesta ideología. La regla de oro para la actuación de un banco adscrito al monetarismo, cuyo objetivo es preservar el valor del dinero, consiste en practicar una política previsible y no discrecional. Se trata de no sorprender a los agentes económicos, como haría un banco keynesiano, sino de facilitarles al máximo su adaptación a cualquier cambio en el escenario monetario o financiero. Y no hay en esta crisis banco central más imprevisible que el europeo, ni gobernadores que alardeen tanto de su impenetrabilidad. Probablemente porque desconocen casi hasta el final las decisiones que acabarán tomando, en función de la correlación de fuerzas de cada momento.

El problema de fondo está en el déficit de liderazgo en el que vive Europa. Por tamaño y por la solidez de su economía Alemania está llamada a ejercer tal función. Sin embargo, se limita a desempeñar un papel que podría denominarse de liderazgo incompleto, más atento a vetar excesos que a proponer líneas de avance. Por eso se aferra al intergubernamentalismo como método para adoptar decisiones, a pesar de su ineficiencia. En un reciente artículo, George Soros sostenía que el euro sólo podría sobrevivir con una de estas dos condiciones: o bien Alemania asumía un “liderazgo benevolente”, como el de Estados Unidos en los tiempos del Plan Marshall, o bien salía de la moneda común, junto a los otros países acreedores, dejándola en manos de quienes tenían deudas denominadas en euros.

En mi opinión, la situación presente ilustra bien este problema. En poco más de un mes se han anunciado dos nuevos instrumentos de interven-

ción financiera que suplen carencias notorias. Me refiero al Programa de compra de deuda pública en mercados secundarios del Banco Central Europeo y al Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE). El primero pretende evitar la especulación contra la deuda de los países débiles, reduciendo como resultado sus primas de riesgo, y el segundo ofrecer financiación directa a los países que la necesiten, para lo cual dispone de más fondos que su predecesor y cuenta con más modalidades de asistencia. Además se ha abierto el horizonte del espacio bancario único que debe convertir al Banco Central Europeo en un verdadero prestamista en última instancia.

En teoría, con los tres instrumentos es posible contribuir de forma significativa a promover la estabilidad financiera en la eurozona, en definitiva a crear la nueva moneda única. Sin embargo, falta el impulso político. A la hora de utilizarlos parece apoderarse de todos un vértigo que puede convertirlos en inservibles salvo en caso de manifiesta insolvencia. Los países que están más lejos de necesitarlos temen una avalancha de peticiones si las condiciones no son draconianas, así que se esfuerzan en mantener al máximo la opacidad y envían señales de renovada dureza, como la famosa carta de los ministros de Alemania, Holanda y Finlandia replanteando el rescate bancario de España. Otro tanto está ocurriendo en la cuestión del espacio bancario europeo, una y otra vez retrasado. En este contexto, quienes están más cerca de necesitar financiación no se animan a pedirla sin tener claro lo que les espera, y están sufriendo, como España, una sangría porque pagan tipos de interés más altos y eso cuando obtienen financiación. Se trata de una ilustración perfecta de lo que en teoría de juegos se denomina dilema del prisionero y que muy lamentablemente puede conducir a la parálisis, a hacer inútiles los nuevos instrumentos.

* * *

Concluyo. España se encuentra atrapada entre sus propios problemas, su incapacidad para abandonar la Unión Monetaria por sus deudas y la desesperante actuación de las autoridades europeas. Descartado el abandono resta un margen de maniobra muy estrecho que obliga a concentrarse en solucionar las muchas deficiencias no transferibles, pero también en hacer política europea. Estamos en uno de esos bucles del camino, donde ya ni Ortega nos sirve, porque si España es el problema, resulta que Europa, lejos de ser la solución, parece un problema añadido.

