

José Luis Malo de Molina\*

# LA CRISIS Y LAS INSUFICIENCIAS DE LA ARQUITECTURA INSTITUCIONAL DE LA MONEDA ÚNICA

*La crisis de la deuda soberana en el área del euro ha supuesto el inicio de una fase crítica en el proceso de integración europea, en la que se han ido desvelando fragilidades fundamentales en la arquitectura de la Unión Económica y Monetaria. Estas debilidades, que se examinan en este artículo, permitieron que muchos países mantuvieran políticas económicas inconsistentes con el nuevo marco de integración monetaria y también han limitado la capacidad para gestionar una crisis de esta gravedad e impedir que la metástasis se extendiera hasta poner en entredicho la continuidad de la UEM. Reflexionar acerca de la naturaleza de estas fragilidades constituye el punto de partida necesario para encontrar las vías de superación de las mismas.*

**Palabras clave:** Unión Económica y Financiera, gobernanza, mecanismos de gestión de crisis.  
**Clasificación JEL:** F3, F15.

## 1. Introducción

La creación de la Unión Económica Monetaria ha sido el hito más avanzado del proyecto de integración europea, y a pesar de su enorme complejidad, el éxito que alcanzó en sus primeros diez años sorprendió hasta a los más convencidos. La etapa de bonanza económica fue prolongada y favoreció la continua ampliación del área con la incorporación de nuevos países, cuyo número pasó de 11 en el momento de la fundación a 17 en la actualidad. La crisis financiera internacional, sin embargo, ha terminado desembocando, como es bien sabido, en una grave crisis de deuda soberana en la zona

del euro y con ella han emergido fragilidades de entidad en el proyecto que han llegado al punto de suscitar especulaciones por parte de algunos analistas sobre la posibilidad de que algún país pudiera verse en la tesitura de tener que abandonar la moneda única, afectando así al supuesto implícito de irreversibilidad de la unión monetaria que desempeña el papel de pilar fundamental de la arquitectura institucional de la misma. De hecho, la fuerza del compromiso adquirido a partir de dicho supuesto implícito había llevado a que la voluntad de integración monetaria se materializase en la eliminación de las divisas preexistentes y en la gran operación de ingeniería social que supuso la sustitución de sus billetes y monedas de denominación nacional por los del euro. Con ello, se daba el paso que ni siquiera se había llegado a plantear en otros proyectos anteriores de uniones

---

\* Director General del Servicio de Estudios. Banco de España.

monetarias que habían fracasado en la historia de Europa y con el que se incrementaban de forma notable los costes de cualquier posible ruptura, actuando así como un factor de blindaje, más allá de la propia ausencia de provisiones legales que contemplasen la posibilidad de abandono por parte de algún país miembro.

El objetivo principal de este artículo es, más que describir los acontecimientos que han ido jalonando el desarrollo de la crisis de la deuda soberana en el área del euro y explicar las diversas estrategias de respuesta ensayadas por parte de los gobiernos nacionales y las autoridades comunitarias, indagar en la naturaleza de las fragilidades que han emergido con el fin de contribuir a la reflexión necesaria para encontrar las vías de superación de las mismas. No es necesario decir que dada la envergadura y complejidad de los problemas planteados y los importantes condicionantes históricos y políticos existentes, cualquier juicio que se pueda formular en este plano y en este momento de la crisis ha de tener necesariamente un carácter parcial y altamente hipotético, por lo que todas las cautelas con las que se enuncien siempre serán pocas.

## **2. La concepción evolutiva del proyecto de integración monetaria**

Para entender la naturaleza de las fragilidades que han emergido es muy conveniente tener en cuenta como punto de partida de cualquier reflexión la concepción evolutiva de la integración europea en la que se basaba el proyecto de unión monetaria. En consonancia con la accidentada pero exitosa trayectoria seguida por las Comunidades Europeas primero y la propia Unión Europea después, la creación de la moneda única se planteó como un proceso por etapas, de forma que no se pretendía alcanzar desde el principio un diseño definitivo que articulase de forma completa todos los elementos que intervienen en la compleja relación de la política monetaria común con las políticas fiscales o de otra naturaleza que, aunque se

mantienen bajo soberanía nacional de los países participantes, guardan una estrecha relación con el funcionamiento macroeconómico del conjunto del área.

Los autores del proyecto, léase sus inspiradores teóricos o los responsables políticos que lo impulsaron, eran conscientes de que una articulación coherente y adecuada de la política monetaria única con las otras ramas menos integradas de la política económica requeriría avances futuros hacia una mayor corresponsabilidad en los terrenos fiscales y de otras políticas que suponían un grado de integración política muy superior del que en aquel momento se podía plantear. Desde este enfoque gradualista, el proyecto se diseñó como un paso audaz que no aspiraba a ser completo desde el principio, pero del que se esperaba que desencadenase una dinámica que abriese el camino a estadios superiores de integración que fueran completando y perfeccionando su arquitectura institucional (véase, por ejemplo, Mongelli y Vega, 2005). De hecho, las posiciones europeístas más avanzadas de la época veían en la moneda única una palanca para avanzar hacia mayores niveles de unión política. Y también ese era el temor de los euroescépticos más combativos con el euro.

Posiblemente, esta concepción evolutiva, excesivamente confiada e incluso un poco ingenua, es la que explica que se optase por hacer descansar la delicada articulación de la política monetaria única con el resto de las políticas nacionales en un esquema de requisitos mínimos relativamente simples que han terminado mostrándose insuficientes y vulnerables. Dichos requisitos consistían básicamente en el cumplimiento de unas condiciones iniciales en términos de estabilidad, definidas por los criterios de convergencia, y en el establecimiento de unas reglas de disciplina fiscal para la evitación de los déficits excesivos que se plasmaron en el Pacto por la Estabilidad y el Crecimiento. Sobre la justificación de este esquema existe un conocimiento muy extendido y una amplia literatura, por lo que no parece necesario detenerse en la exposición y análisis del mismo. También es muy conocido el debate sobre

los problemas de consistencia que el mismo planteaba (véase, por ejemplo, Pisani-Ferry, 2006).

Pero, tal como se ha señalado, a partir de este esquema inicial, se esperaba que la arquitectura institucional evolucionaría en respuesta a las exigencias derivadas de la dinámica puesta en marcha por la propia existencia de la moneda única. De hecho, se confiaba que la combinación de los elementos de irreversibilidad que incorporaba el proyecto, a los que ya se ha hecho referencia, con los efectos disciplinadores que ejercerían unos mercados financieros que se suponían eficientes pusiera en marcha una potente fuerza integradora que haría que se fueran abordando con posterioridad pasos adicionales importantes en un doble terreno: en el de la arquitectura de los mecanismos de coordinación de políticas nacionales y en el de la adopción de los cambios estructurales necesarios para que las economías participantes fuesen capaces de alcanzar las condiciones de flexibilidad adecuadas para ajustarse dentro del área mediante la conciliación directa de la trayectoria de costes y productividad, supliendo así el papel que ya no podría desempeñar el simple recurso a las modificaciones de la paridad cambiaria.

En toda la filosofía del proyecto, el papel que se atribuía a la capacidad discriminadora de los mercados financieros, basado en la asunción implícita de la conocida hipótesis de mercados eficientes, era muy importante para el buen funcionamiento del diseño inicial y para impulsar su necesario desarrollo posterior. En concreto, se esperaba que si algún Estado miembro registraba problemas como consecuencia de una adaptación insuficiente a los requisitos de estabilidad y flexibilidad, ello se tradujera en un aumento de su riesgo de crédito soberano que actuaría como factor de alerta de los flujos de financiación internos del área y como elemento de señalización de la necesidad de respuesta de las políticas económicas. Los mercados financieros harían, de esta forma, una parte, al menos, del trabajo de coordinación de políticas y a la vez pondrían de manifiesto las necesidades de una profundización del desarrollo institucional.

### 3. Las insuficiencias del diseño institucional que emergieron con la crisis

Los acontecimientos dramáticos que se han vivido durante la crisis de la deuda soberana en la zona del euro han puesto de manifiesto el carácter infundado de algunas de estas hipótesis y las fragilidades del andamiaje institucional que en ellas se basaba. Ni la supuesta acción discriminadora de los mercados empujó en la dirección que se esperaba de adoptar pasos más decisivos en las políticas de convergencia y en la creación de estructuras de coordinación y supervisión supranacional, ni se mantuvo el impulso integrador europeo a la altura de las expectativas que se habían fraguado.

Respecto a esto último, es posible que el proyecto de integración monetaria se hubiera mostrado menos vulnerable si se hubiese mantenido el envite europeísta de los dirigentes europeos que lo lanzaron. Pero como siempre ocurre en las ciencias sociales no disponemos de la posibilidad de recurrir a una comprobación contrafactual. Lo cierto ha sido que tras el empujón a la integración dado con la creación de la Unión Económica y Monetaria se impuso el predominio de una dinámica de extensión de la Unión Europea para incorporar a los países del centro y del este del continente. La experiencia ha demostrado que los dilemas entre ampliación y profundización eran más agudos de lo que se pensaba y que una agenda que pretendía abordar ambas dimensiones a la vez resultaba demasiado ambiciosa. Este enfoque estratégico dificultó la solución de los problemas de gobernanza económica que fueron surgiendo y que afectaban sobre todo al subconjunto de países que habían decidido renunciar a su soberanía monetaria. No corresponde hacer aquí un balance de la evolución de la agenda de la construcción europea desde el punto álgido del lanzamiento del euro hasta la crisis de la deuda soberana. Baste con recordar los avatares del fracasado proyecto de Constitución Europea para ilustrar una dinámica de resistencias, escasos avances y algunos retrocesos que se alejó en mucho de esa visión optimista de los fundadores del euro, que se basaba en la con-

fianza en que la arquitectura institucional de mínimos con que se empezó la andadura fuera avanzando hacia un marco más sólido y completo. La reforma del Pacto por la Estabilidad y el Crecimiento o el escaso contenido efectivo de la Agenda de Lisboa son otros ejemplos ilustrativos de la orientación que ha dominado la trayectoria seguida.

A los efectos del contenido de este artículo interesa, sobre todo, centrar la atención en aquellos factores y carencias institucionales que han conducido al desencajamiento de la crisis de deuda soberana en el área del euro y han contribuido a la gravedad que la misma ha alcanzado. Es obligado comenzar delineando algunos de los rasgos que caracterizaron el largo período de bonanza que siguió al exitoso lanzamiento del euro y que terminaron conduciendo a la acumulación de importantes fragilidades latentes que, sin embargo, no fueron adecuadamente identificadas ni competentemente abordadas por el marco de gobernanza existente. Dos de estos rasgos son particularmente importantes. Uno externo y otro interno. Por lo que se refiere al contexto externo es suficientemente conocido que la primera década del euro coincidió a *grosso modo* con el período de exceso de liquidez y de crédito y de infravaloración generalizada del riesgo que habría de conducir a la gran crisis financiera internacional y la recesión del 2008-2009. Un contexto, por tanto, proclive a la relajación de los esfuerzos continuados que el avance del proyecto requería. A nivel interno, este clima de excesos globales afectaron al área del euro en el momento que en se cosechaban los efectos euforizantes que la moneda común ejerció sobre ámbitos muy extensos del área, por lo que su impacto se vio acentuado, particularmente en algunas de las economías participantes. Un dato que reviste especial trascendencia es que todo esto ocurrió cuando en el interior del área se registraba una situación de asimetría que respondía a un patrón inusual e inesperado, porque mientras las economías centrales se enfrentaban a importantes dificultades de fondo para crecer, las economías de la periferia experimentaban un sorprendente dinamismo. Alemania se encontraba toda-

vía en un período de digestión de los cambios estructurales que había supuesto la reunificación y que ocasionaba el predominio de una situación de atonía del gasto y de ajuste competitivo de costes y precios. En cambio, los países de la periferia se veían impulsados por los enormes efectos expansivos de una reducción permanente de los costes de financiación, acentuada por la exuberancia financiera global, y una generosa afluencia de fondos cuya movilidad se había amplificado como consecuencia de la desaparición del riesgo de devaluación cambiaria y las facilidades que la moneda única suministraba a los movimientos transfronterizos de capitales. Esta inesperada asimetría propició la gestación de divergencias y desequilibrios encubiertos por una convergencia real que avanzaba más rápido de lo anticipado, pero en la que resultaba muy difícil desentrañar el componente sostenible de la misma. Muchos fueron los que entonces se acogieron a interpretaciones benignas y complacientes que restaban trascendencia a los desequilibrios y discrepancias emergentes y los justificaban por los avances en la convergencia real. El abuso de la hipótesis de Balasa-Samuelson, para justificar los diferenciales de inflación de costes y precios y los desequilibrios de balanza de pagos, fue el ejemplo más notorio y extendido.

En este contexto, la política monetaria única para el conjunto del área funcionó de acuerdo con el principio *one size fits all* y permitió asegurar la estabilidad de precios en cumplimiento del mandato institucional establecido y a la altura de los requerimientos necesarios para garantizar la reputación de la nueva moneda. Sin embargo, la insuficiente adecuación de las otras políticas y de las reformas estructurales necesarias para asegurar la capacidad de ajuste necesaria facilitó la aparición de divergencias y desequilibrios en los países periféricos que experimentaron un exceso de demanda y de gasto. En algunos de estos países, el cumplimiento de los criterios de convergencia, que era la condición imprescindible para el inicio del proyecto, se pudo ver como un punto de llegada, incluso en aquellos casos que el cumplimiento había sido muy ajustado y con datos que ha-

brián de ser posteriormente revisados. La consecuencia fue una cierta relajación en la dinámica de adaptación estructural que la pertenencia al euro requería. Algunos de los países que habían llegado a cumplir formalmente los criterios de estabilidad macroeconómica por primera vez en su historia reciente no dieron la importancia necesaria a la tarea de continuar adaptando el funcionamiento de sus economías para que ese logro fuera sostenible y pudieran desenvolverse con eficacia dentro del marco exigente derivado de compartir una moneda fuerte y estable con las economías más productivas del continente europeo.

#### 4. El fallo en el funcionamiento del canal de competitividad

Una de las fragilidades más patentes que emergieron fue la falta de funcionamiento del canal de ajuste que opera a través de la competitividad. En una unión monetaria, la absorción de las divergencias internas dentro del área debe trascurrir, fundamentalmente, a través del efecto que el desalineamiento de la competitividad debe ejercer sobre la demanda interna y la formación de costes y precios. En consecuencia, se confiaba en que a través de este canal las alteraciones en las posiciones competitivas actuaran como un mecanismo de corrección de los posibles excesos de demanda y gasto en aquellos países con síntomas de recalentamiento. Sin embargo, la pervivencia de distorsiones estructurales en el funcionamiento de los mercados de trabajo y de productos inhibieron el funcionamiento de este canal de ajuste, y las divergencias en gasto y precios se fueron acumulando de manera persistente, como puede verse en el Gráfico 1 que refleja el crecimiento medio de los costes laborales unitarios y de los precios de consumo de los países miembros, y en el que se pueden constatar las significativas diferencias entre los países del área.

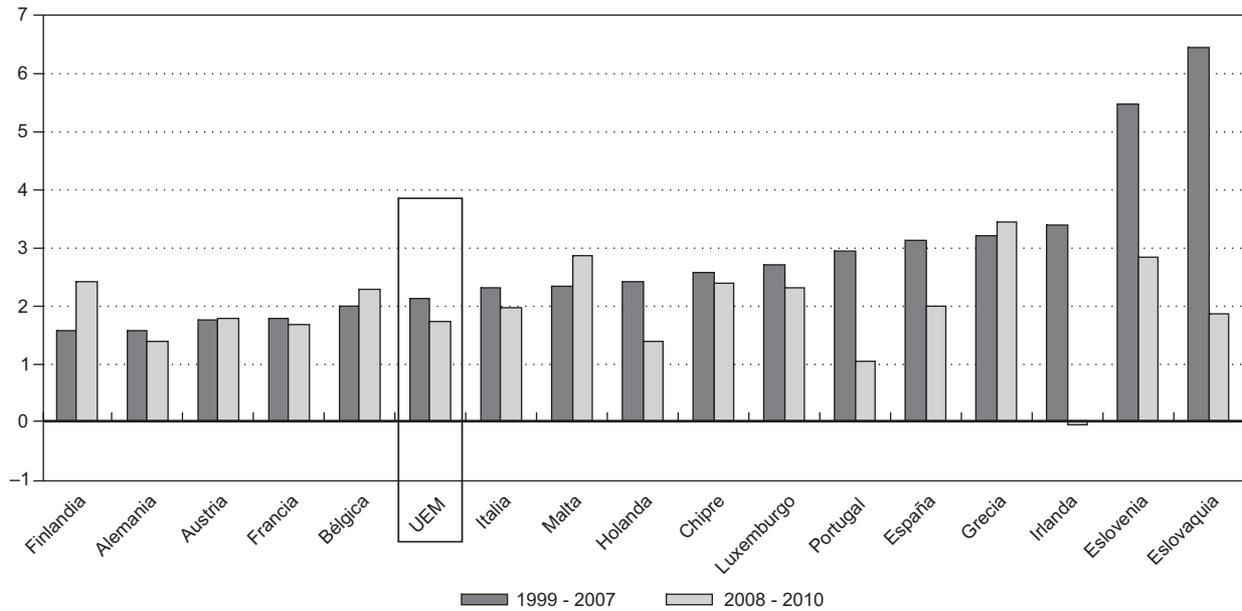
El resultado fue la aparición de déficits exteriores voluminosos, que los mercados, en un contexto de abundancia de liquidez global e infravaloración del

riego, financiaron con generosidad sin apenas capacidad de discriminación. En consecuencia, la posición deudora de algunos países frente al exterior alcanzó niveles muy elevados, que eran la contrapartida del alto endeudamiento con el que se estaba sustentando el rápido crecimiento de algunos países del área (véase el Gráfico 2). La mejora en las posibilidades de financiación que brindaba la pertenencia a la unión monetaria, por la desaparición del riesgo de cambio, pudo llevar a los gestores de las políticas económicas, a los analistas y a los propios oferentes de financiación en los mercados a minusvalorar las señales de riesgo que los desequilibrios exteriores implicaban (véase, por ejemplo, Gros, 2011). Pero tampoco había instrumentos ni providencias suficientes en la gobernanza económica del área de la moneda única que permitieran identificar, y mucho menos prevenir y corregir, la aparición de estas divergencias, que en último extremo tendían a materializarse en términos de exceso de endeudamiento de algunos países.

La coordinación de las políticas estructurales y macroeconómicas se articulaba en un esquema muy poco estricto que atribuía un papel principal a las denominadas Orientaciones Generales de Política Económica (OGPE), que establecen las prioridades de política económica que tratan de dar coherencia a las actuaciones de todos países miembros. Pero como señalan Caballero, García Perea y Gordo (2011), la supervisión del grado de adecuación de la política económica de cada país a esta hoja de ruta se basaba en el principio de aprendizaje mutuo, a través del intercambio de experiencias e información y la presión entre pares, que a la postre han resultado mecanismos poco efectivos para impulsar un proceso de reformas consistente con el grado de integración económica alcanzado. A estas debilidades en la gobernanza de la eurozona habría que añadir otras cuestiones de mayor calado como la tardía creación del eurogrupo como plataforma de coordinación de las políticas del área, y la actitud reticente de los Gobiernos no solo a compartir algunos aspectos de la política presupuestaria sino también a mantener estrategias cooperativas.

GRÁFICO 1

**ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS AL CONSUMO**  
(Crecimiento medio anual, en %)



**COSTES LABORALES UNITARIOS**  
(Crecimiento medio anual, en %)

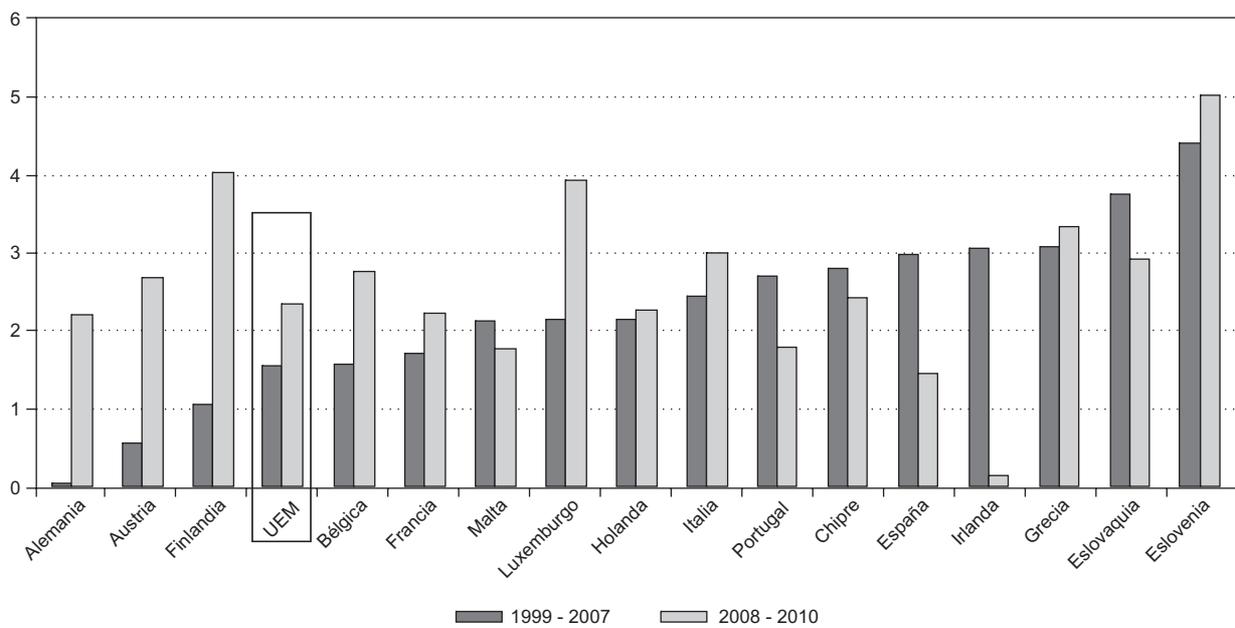
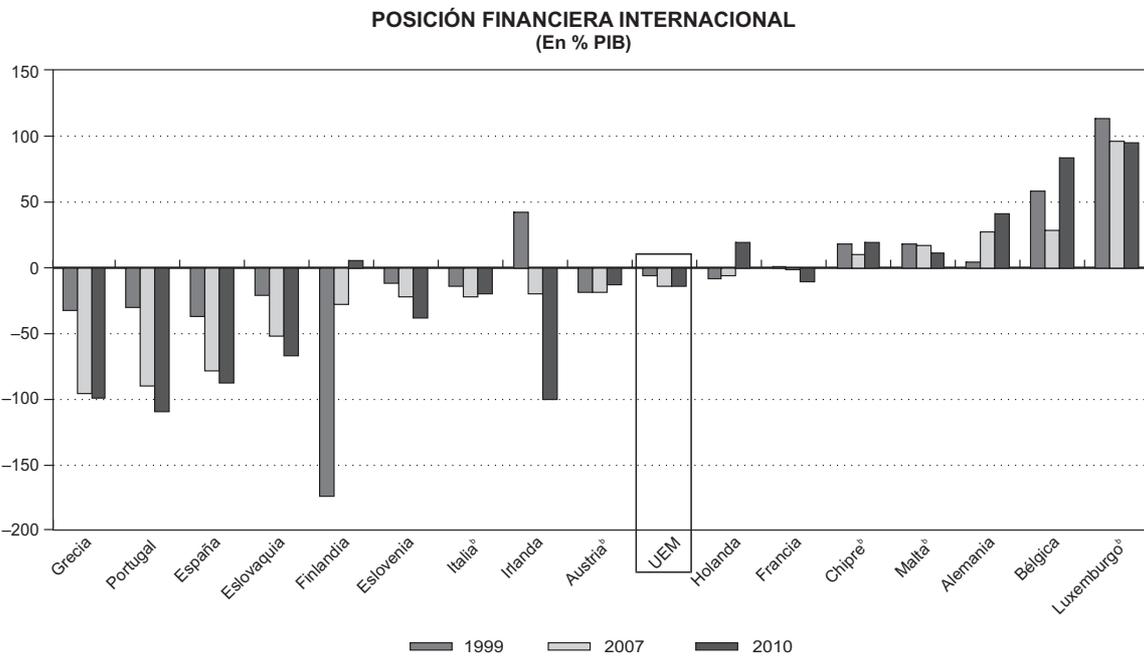
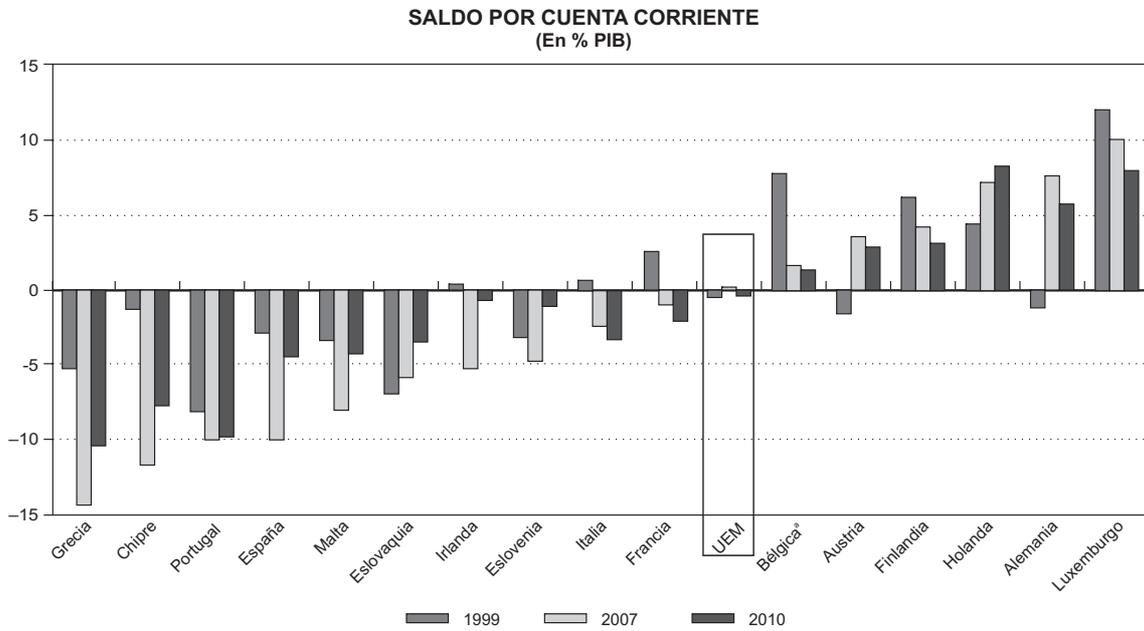


GRÁFICO 2



NOTAS: <sup>a</sup> Primer dato para Bélgica es el año 2002. <sup>b</sup> Último dato para Italia, Austria, Chipre y Malta es el año 2008. El primero para Luxemburgo es 2002 y para Chipre es el año 2000.  
FUENTES: BCE, FM y Datastream.

## 5. Los incumplimientos del Pacto por la Estabilidad y el Crecimiento

Todo el peso se puso, como se ha dicho, en las reglas de disciplina fiscal del Pacto por la Estabilidad y el Crecimiento. Pero este tampoco funcionó satisfactoriamente. Ya en 2003 el Pacto se enfrentó a serios problemas por el desacuerdo de la Comisión y el Consejo sobre la necesidad de sancionar los incumplimientos de Francia y Alemania, y la disputa derivó en una reforma del PEC en 2005 que lo hizo más laxo, lo que permitió acomodar las políticas fiscales expansivas que aplicaron los Gobiernos en respuesta ante la crisis económica y financiera, dentro de un marco de mayor grado de discrecionalidad en la acción de los Gobiernos a la hora de respetar las reglas acordadas. También resulta ilustrativa la resistencia de los Gobiernos a aumentar la capacidad fiscalizadora de Eurostat sobre la fiabilidad de las estadísticas nacionales que terminó favoreciendo la falta de credibilidad de algunas de ellas.

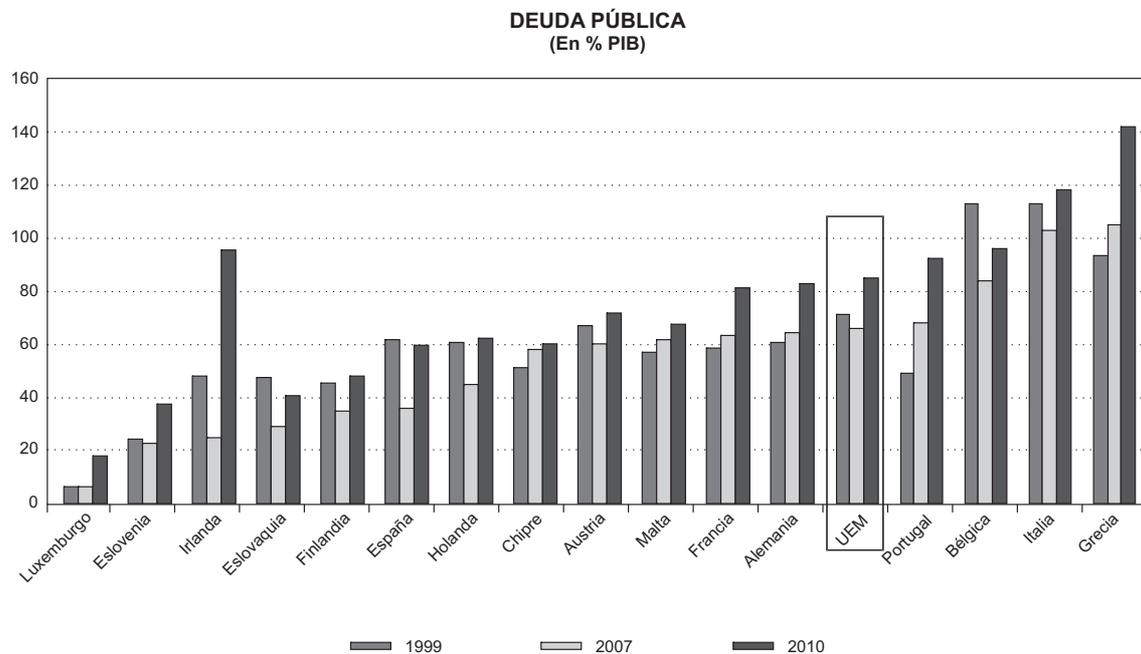
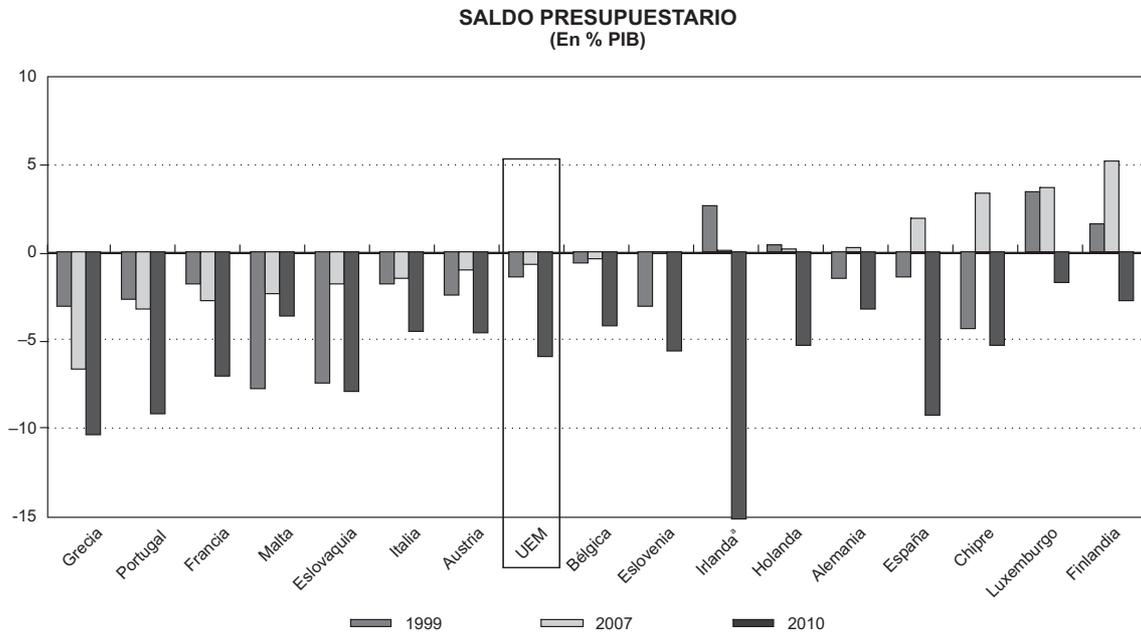
Como es bien sabido, la conjunción de los efectos de la crisis con la relajación de las reglas fiscales derivó en un incumplimiento generalizado de los valores de referencia y en la aparición de déficits públicos muy voluminosos en algunos países que aceleraron la senda de endeudamiento público hasta suscitar serias dudas sobre su sostenibilidad. Como puede verse en el Gráfico 3, los problemas inicialmente se hicieron agudos solo en un número limitado de países, donde se conjugaban condiciones muy diversas de debilidad. Pero las dificultades para enderezar la situación de esos casos extremos alertaron a los mercados sobre las posibles dimensiones sistémicas que podían alcanzar la crisis de deuda soberana en el interior de la zona del euro, y desencadenaron procesos de contagio cuyas graves consecuencias se han vivido en los sucesivos episodios de crisis y rescate de Grecia, Irlanda y Portugal, y en la posterior extensión de los problemas a Italia y España.

## 6. Los procesos de contagio en una unión monetaria

La intensidad y extensión que ha alcanzado la crisis en la segunda mitad de 2011 ilustra con nitidez que el esquema de mínimos en los que se asentaba la arquitectura institucional inicial de la UEM no solo se basaba en el supuesto erróneo sobre la capacidad disciplinadora de los mercados, sino que además ignoraba la influencia perturbadora que estos pueden llegar a tener en un marco de unión monetaria, cuando la gobernanza económica es imperfecta y el diseño institucional de la misma no dispone de mecanismos de estabilización suficientemente potentes.

El grave desorden en el mercado de bonos del área del euro, con sus hondas repercusiones sobre los restantes segmentos del sistema financiero y sobre piezas fundamentales del proceso de transmisión de la política monetaria, ha puesto de manifiesto que la arquitectura de la moneda única tenía una fragilidad que está siendo explotada por los mercados ante las dificultades que la gobernanza económica del área encuentra para arbitrar una solución efectiva. Esta fragilidad específica se deriva del hecho de que en los países miembros del área, al carecer de política monetaria propia, los agentes que operan en los mercados pueden llegar a forzar que un país se vea abocado a tener que declarar el impago de sus deudas, incluso aunque tenga buenos fundamentos y no se enfrente a problemas reales de sostenibilidad de sus finanzas públicas. Esta potencial distorsión puede surgir en situaciones de crisis como consecuencia de la imposibilidad de que un país miembro de la unión monetaria pueda recurrir a los instrumentos monetarios o cambiarios para disuadir y detener posibles procesos de expectativas negativas autorrealizables. O dicho de otra manera, la pertenencia a una unión monetaria aumenta la probabilidad de que una crisis de liquidez se pueda convertir en una crisis de solvencia si no hay mecanismos creíbles de aseguramiento mutuo que en situaciones de crisis desempeñen un papel estabilizador de los mercados.

GRÁFICO 3



NOTA: <sup>a</sup> El dato de Irlanda en año 2010 es -32,4 % del PIB.  
FUENTES: BCE, FM y Datastream.

Un ejemplo de esta posibilidad se puede ilustrar a través de la forma paradójica en que España y Reino Unido se han visto afectados por la crisis de deuda soberana, tal como ha sido analizado recientemente por Paul De Grauwe, 2011. El Reino Unido, a pesar de tener niveles de endeudamiento público muy superiores a los españoles, no ha sufrido en absoluto la presión de los mercados, a diferencia de las graves dificultades que ha experimentado España. La deuda del Reino Unido se situaba en 2011 en torno al 85 por 100 del PIB frente al 65 por 100 en España, es decir casi 20 puntos porcentuales por encima. Y, sin embargo, los mercados exigían a la deuda española una prima superior a los 300 puntos básicos, e incluso superior a los 400 en el episodio de agosto de 2011, frente a los 30 puntos básicos que requieren del Reino Unido, es decir diez veces menos. Un contraste tan desmesurado solo puede explicarse por la diferencia de condicionamientos que se deriva de la pertenencia o no a la unión monetaria, por lo que suministra una referencia para captar las especificidades de las crisis fiscales cuando se carece de la soberanía monetaria, y los elementos sistémicos que se generan cuando estas ocurren en algún país de la unión.

Como señala De Grauwe, este comportamiento tan dispar refleja fundamentalmente el hecho de que en el caso de un país con soberanía monetaria, el banco central controla su propio dinero y puede intervenir en los mercados para contrarrestar los ataques especulativos contra su deuda pública, actuando como barrera de protección frente a la posibilidad de que los inversores fueren una crisis de liquidez. A diferencia de ello, en un país miembro de la unión monetaria la deuda pública está emitida en euros, moneda que no está bajo el control de las autoridades nacionales, por lo que los inversores podrían llegar a generar una situación de crisis de liquidez a su Tesoro mediante el desplazamiento desde deuda pública de ese país hacia activos denominados en euros emitidos por otros países del área. Como dice De Grauwe, una eventualidad de este tipo se asemeja a la situación vivida por las economías emergentes que se financian en moneda extranjera y que pueden

verse sometidas a una parada súbita de la financiación externa conducente a una crisis de liquidez, incluso en aquellos casos en los que no existen problemas fundamentales de solvencia. Precisamente, para prevenir esta posibilidad, la arquitectura financiera internacional suministra diversas formulas de financiación precautoria concebidas como mecanismos de protección que eviten la propagación de los episodios de inestabilidad.

La mayor probabilidad de que las crisis de liquidez dentro de la unión monetaria se transformen en crisis de solvencia es lo que puede hacer que una crisis fiscal genere la expectativa de que el Estado afectado pueda verse obligado a recurrir como única solución al impago de sus deudas, introduciendo así un factor de fragilidad no contemplado por la arquitectura institucional de la moneda única. Es cierto que si las finanzas de todos los países integrantes de la unión mantuvieran en todo momento una situación de solvencia por encima de toda duda, tales mecanismos no serían necesarios. El problema surge en situaciones de crisis, como la vivida, cuando algún país de desvía y otros se encuentran en una situación de vulnerabilidad frente al contagio. Una arquitectura institucional robusta debe basarse en reglas sólidas de disciplina fiscal que eviten las dudas sobre los riesgos de solvencia, pero también ha de disponer de mecanismos creíbles para el tratamiento y gestión de posibles situaciones de crisis.

El comportamiento de los mercados durante las sucesivas oleadas de la crisis de la deuda soberana indica que los agentes, que operan en los mismos, han identificado la existencia de este fallo en la arquitectura institucional que hace vulnerable a la moneda única, y que la falta de capacidad de acción política para remediarlo ofrece oportunidades de beneficios en una situación en la que las rentabilidades accesibles están muy mermaidas por la falta de dinamismo económico y las fragilidades que subsisten en segmentos importantes de un sistema financiero global necesitado de desapalancamiento. Esto es lo que ha pasado, de hecho, durante la crisis de deuda soberana en la que países como España e Italia están sufriendo primas no solo desproporcionada-

mente superiores a las del Reino Unido u otros países similares, sino que también tienen mayor penalización que economías como la búlgara o la rumana. Y en menor medida también se refleja en el hecho de que Francia haya llegado a tener una prima de riesgo similar a la de México o Brasil

## 7. La necesidad de un mecanismo de gestión de crisis

Disponer de instrumentos que puedan frenar la potencia de estos movimientos desestabilizadores es lo que justifica que la arquitectura institucional de la UEM deba contar con un mecanismo permanente de gestión de crisis. En el diseño institucional inicial se había pensado que la combinación de los principios de irreversibilidad y de *no-bailout* hacían innecesaria la existencia de tales mecanismos, puesto que se confiaba que estos principios en interacción con un funcionamiento eficiente de los mercados serían suficientes para garantizar que los Gobiernos de los países miembros aplicasen políticas económicas coherentes con la estabilidad de la zona y con la sostenibilidad de su pertenencia a la misma.

Con el desarrollo de la crisis de la deuda soberana, la necesidad de un mecanismo de resolución se ha hecho patente de manera incuestionable y, de hecho, ha estado en el centro tanto de las medidas de emergencia, que se han ido adoptando, como de las propuestas de reforma de la gobernanza que se han ido abriendo paso. El establecimiento del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera, primero como fórmula transitoria, y del Mecanismo de Estabilidad Financiera, después como un dispositivo permanente, han sido piezas esenciales en la respuesta que han ido dando las autoridades europeas. En todo caso, el diseño de un dispositivo permanente de resolución de crisis, capaz de convencer a los mercados sobre la posibilidad de enderezar los desequilibrios en los países afectados y disuadir, a la vez, cualquier forma de especulación sobre su posible contagio a otros o a la estabilidad global del área, es una tarea ardua que se enfrenta a intrincadas dificultades,

puesto que ha de combinar una estricta condicionalidad, basada en programas ambiciosos de consolidación fiscal y de reformas estructurales que faciliten el crecimiento a medio plazo, con la potencia suficiente de los apoyos externos, lo que plantea, a su vez, cuestiones delicadas de *moral hazard* y de reparto del esfuerzo financiero entre los países miembros en términos de la asunción de riesgos y de potenciales transferencias de rentas, si dichos riesgos se materializan. Una cuestión extremadamente compleja cuando se aborda desde una estructura de gobernanza en la que los parlamentos nacionales mantienen la plena soberanía en la gestión de sus presupuestos y, por lo tanto, sobre todos los aspectos que puedan tener implicaciones presupuestarias que no estén debidamente tasadas en los Tratados. No es de extrañar, por tanto, que el diseño y la aprobación de los mecanismos de gestión de crisis estén siendo controvertidos y accidentados, pues estas cuestiones tan sensibles se han tenido que abordar al calor de las presiones de los mercados y en medio de un cierto desconcierto de los analistas, los gestores de las políticas y las diferentes opiniones públicas, que se han visto confrontadas desde preocupaciones y sensibilidades diferenciadas con el debate sobre las posibles transferencias de renta que tales mecanismos pudieran comportar. En último extremo, el planteamiento de esta cuestión refleja la necesidad de una articulación más elaborada y consistente de las políticas presupuestarias y estructurales de los países que comparten la misma moneda y, por lo tanto, una gobernanza económica mucho más sólida que implica mayor cesión de soberanía.

## 8. El agravamiento de la crisis de la deuda soberana

Las consecuencias que ha tenido la carencia de un mecanismo con la potencia suficiente para frenar la extensión de la inestabilidad se manifestaron con severidad con motivo de la necesidad de un segundo programa de asistencia financiera a Grecia y de la extensión del contagio a Italia, España y Bélgica. En este nuevo episodio se volvió a poner de manifiesto las enormes di-

ficultades a las que se enfrenta la gobernanza europea para tomar decisiones suficientemente rápidas y enérgicas en situaciones de emergencia con la capacidad de convicción suficiente para disuadir a los mercados. El segundo rescate griego se presentaba como un caso especialmente arduo, pues suponía reconocer que el primer plan había resultado insuficiente como consecuencia de un amplio conjunto de factores de naturaleza diversa que en última instancia afectaban negativamente a la confianza mutua entre los diversos actores participantes. Entre ellos destacan las dificultades para cumplir los compromisos adquiridos, como consecuencia de una infravaloración de la gravedad de los problemas, de los esfuerzos que se tenían que realizar y de los efectos contractivos que sobre la economía griega tendría el proceso de ajuste. A todo ello se añadieron, además, las complicaciones políticas internas de Grecia que entorpecían la consecución del apoyo social y político imprescindible para abordar las medidas de ajuste y reforma de calado que eran necesarias para asegurar la posibilidad de que Grecia estuviera en condiciones de volver a la financiación en los mercados, y para satisfacer el principio de condicionalidad de la ayuda externa. Aunque también es posible que la excesiva importancia que se dio en el primer programa a la cuestión del *moral hazard*, que llevó a establecer unas condiciones financieras demasiado severas, difícilmente asumibles por un país que debía hacer un ajuste muy enérgico, actuase como factor limitativo de su eficacia.

No obstante, la principal complicación de la ampliación del rescate de Grecia provino de un planteamiento prematuro, y poco elaborado, de la propuesta de involucrar al sector privado en una reestructuración limitada de la deuda del país que sirviese para aliviar la carga potencial del rescate sobre los contribuyentes de los países aportadores de los fondos, y eventualmente también con la pretensión de contribuir a la sostenibilidad de la deuda del país rescatado. Estas propuestas, formuladas con un alcance y una naturaleza muy diversos, alimentaron la percepción de los mercados de que cuando un país no dispone del tipo de cambio ni de la

soberanía monetaria, el impago de la deuda es un recurso posible e incluso probable para afrontar la crisis fiscal, con lo que el factor añadido de vulnerabilidad derivado de la pertenencia a la unión monetaria, ya mencionado, tendió a acentuarse. La mera expectativa de que algún país del área del euro tenga que pasar por una situación de impago de sus deudas, aunque sea como caso excepcional y con carácter transitorio, incrementa las probabilidades de que otros países puedan tener que afrontar procesos similares en el futuro y ello se incorpora, como es lógico, en las cotizaciones de su deuda pública acentuando los movimientos de contagio. El anuncio del recurso a la involucración del sector privado en el segundo programa de rescate de Grecia —aprobado por la cumbre de los Jefes de Estado y de Gobierno del Eurogrupo—, a pesar de los términos limitados en los que finalmente se materializó, lejos de contribuir al enderezamiento de las tensiones las extendió y agravó.

Los sucesivos episodios de tensión han ido poniendo de manifiesto la importancia de contar con un mecanismo supranacional suficientemente potente para disuadir a los mercados de la posibilidad de que se puedan producir crisis de liquidez como mera consecuencia de los ataques especulativos. No bastaba con contar con los mecanismos de financiación excepcional de los programas de rescate. Era necesario disponer de una capacidad de intervención en los mercados de deuda pública que introdujera riesgos en las dos direcciones en los movimientos de mercado y actuase así como un factor de disuasión de los procesos de contagio. Esta es la función que el BCE venía reclamando para la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera, pero que no fue autorizada hasta la cumbre extraordinaria del Eurogrupo el 21 de julio de 2011, e incluso entonces su eficacia se vio retardada por la lentitud de los procesos propios de la actual gobernanza de la UE, que requiere para este tipo de decisión la aprobación los parlamentos nacionales.

La carencia de un mecanismo eficaz para la estabilización de los mercados, en situaciones como las vividas con la crisis de la deuda soberana, impuso sobre las es-

paldas del BCE una importante sobrecarga en el desempeño de sus funciones, ya que tuvo que recurrir a la medida no convencional extrema de poner en marcha un programa de compra de activos: el Programa de Activos de Mercado (Securities Market Programme). Los elevados diferenciales entre la deuda de los distintos países miembros reflejaban las dudas de los inversores sobre la capacidad de la arquitectura institucional del área para afrontar los riesgos que habían emergido para la estabilidad de la zona en su conjunto. Estos procesos, que dejados a su propia dinámica tendían a extender el contagio a otras economías de la zona con relativa independencia de sus respectivos fundamentos, suponían una grave distorsión del mecanismo de transmisión de la política monetaria, ya que conducían a una ruptura de las mínimas condiciones de homogeneidad propias de la pertenencia a una moneda única. En esas circunstancias excepcionales, cuando los mecanismos de resolución de crisis se encontraban sometidos a un complejo proceso de discusión, solo la intervención del BCE en los mercados secundarios de deuda podía frenar el potencial destructivo de la extensión de las expectativas autorrealizables y estabilizar la situación, aunque su margen de actuación en este terreno era limitado y temporal.

El recrudecimiento de las tensiones en el verano de 2011 llevó, no obstante, a tener que reactivar el programa con los requerimientos específicos derivados de la mayor dimensión y profundidad de los mercados de deuda afectados ante la magnitud de los riesgos suscitados por este nuevo brote de inestabilidad. Se daba entonces la circunstancia de que las reformas diseñadas para reforzar la gobernanza económica de la zona euro, ya preveían la necesidad de contar con una institución con capacidad de realizar tareas de estabilización de los mercados, pero, como se ha dicho, estaba todavía pendiente su aprobación y activación. En todo caso, la nueva y mayor implicación del BCE en las tareas estabilizadoras de los mercados se planteaba como una labor que pretendía actuar de puente hasta que los mecanismos europeos de estabilización estuviesen operativos, y por lo tanto con un carácter excepcional y limitado, en

tiempo y cantidad, por lo que no podía considerarse como un recurso sustitutivo de la acción de las autoridades europeas para afrontar con rapidez y coherencia los graves problemas institucionales emergidos.

## 9. Conclusiones

Transcurridos cuatro años desde que estallara la crisis financiera internacional, el área del euro se está enfrentando a una acelerada pérdida de confianza de los inversores en la solidez del entramado institucional de la moneda única. Este factor se ha convertido, además, en el principal foco de inestabilidad de la economía global. Por ello, la culminación de la reforma de la gobernanza que se inició en 2010 adquiere una importancia vital para el proyecto europeo, y debería servir para relanzar el proceso evolutivo de creciente integración, que no solo parece haberse estancado, sino retrocedido en los últimos años.

Como se argumenta en este artículo, una solución adecuada de las fragilidades de la arquitectura institucional requiere una cesión de soberanía y una integración económica sustancialmente mayores de lo que los Gobiernos nacionales estaban preparados a asumir. Por ello, la reforma de la gobernanza se inició bajo la premisa de que no supondría una modificación sustancial en la atribución de las responsabilidades en el diseño de las políticas económicas, lo que habría requerido cambios fundamentales en el Tratado de la UE.

Aun así se han conseguido avances importantes en todos aquellos ámbitos en los que, como se discute en este artículo, el entramado institucional del euro ha mostrado mayor fragilidad. En el ámbito fiscal, el desarrollo de la crisis ha hecho necesaria la búsqueda de fórmulas que hagan de Europa un espacio con mayor federalismo fiscal. La reforma del Pacto supondrá un fortalecimiento de su carácter preventivo, así como la posibilidad de imponer sanciones a los países cuyas finanzas públicas se desvíen de los compromisos adquiridos. Y en la actualidad se discuten otras formulas alternativas (como la posibilidad de introducir un ministerio

de Finanzas europeo y límites de gasto constitucionales) que sin duda limitarán la capacidad de los Gobiernos para desviarse de los requisitos de disciplina fiscal. También se ha diseñado un marco más eficaz de alerta y vigilancia de los desequilibrios macroeconómicos y competitivos.

Y más recientemente, se han dado pasos muy importantes hacia el diseño de un mecanismo permanente de gestión de crisis, con la potencia suficiente para contrarrestar la capacidad desestabilizadora que pueden adquirir los mercados financieros para los países pertenecientes a una unión monetaria. En este sentido, hay que tener en cuenta que tan solo hace un año que los países de la UEM tuvieron que enfrentarse al diseño del rescate de Grecia, que ante la falta de otros instrumentos tuvo que resolverse mediante préstamos bilaterales. Desde entonces se ha creado el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera que estará vigente hasta 2013, cuando le sustituirá el Mecanismo Europeo de Estabilidad, recogido en el Tratado de la UE. Y lo que es más importante, y aunque de una manera lenta, se le ha ido dotando de una mayor capacidad operativa y de financiación para que sea capaz de frenar los procesos especulativos que se habían desencadenado.

Es evidente que todos estos cambios entrañan una mayor corresponsabilidad y coordinación en el diseño de las políticas fiscales y de reforma estructural, aunque el grado de ambición con el que se han planteado puede no ser suficiente para eliminar las fragilidades del proyecto del euro que han emergido durante la crisis. Sin duda alguna, varias de las reformas que se manejan en la actualidad pueden acabar representando un importante paso adelante en el proceso gradual de aumento de la integra-

ción que esperaban los fundadores del proyecto de la unión monetaria europea, tal y como se manifestó en el informe Delors. Desgraciadamente, el catalizador de esta mayor integración no ha sido las dinámicas virtuosas de convergencia, que podrían haberse desencadenado dentro de la unión monetaria si no se hubieran cometido tantos errores en el diseño de las políticas económicas, y se hubieran afrontado con mayor determinación las debilidades de la arquitectura institucional que se han ido poniendo de manifiesto a lo largo del proceso.

En todo caso, en la esfera nacional resulta crucial que los países tomen conciencia de la necesidad de implementar políticas fiscales más disciplinadas, de fortalecer los marcos presupuestarios introduciendo límites legales a las posibilidades de endeudamiento, y de remover gradualmente las rigideces estructurales que han alimentado la magnitud y la persistencia de las divergencias y desequilibrios en la unión monetaria.

### Referencias bibliográficas

- [1] CABALLERO, J. C.; GARCÍA PEREA, P. y GORDO, E. (2011): «La reforma de la gobernanza económica en la UEM», *Boletín Económico Banco de España*, enero, Madrid, páginas 117-133.
- [2] DEGRAUWE, P. (2011): «The Governance of a Fragile Eurozone», CEPS Working Document 346, mayo.
- [3] GROSS, D. (2011): «External versus Domestic Debt in the Euro Crisis», *Economic Policy*, CEPS Policy Brief, mayo.
- [4] MONGELLI, F. y VEGA, J. L. (2006): «What Effects is EMU Having on the Euro Area and its Member Countries?», European Central Bank Working Paper, No 599.
- [5] PISANI FERRY, J. (2006): «Only One Bed for Two Dreams: A Critical Retrospective on the Debate over the Economic Governance of the Euro Area», *Journal of Common Market Studies*, volumen 44, número 4, páginas 823-844.