

especialpapeles
faes

fundación para el análisis y los estudios sociales



ECONOMÍA

05/10/2012
Nº 163

AL RESCATE DEL EURO

Fernando Fernández Méndez de Andés, IE Business School



© Oleksiy Mark / 123RF

CÓMO HEMOS LLEGADO HASTA AQUÍ

Hay lecciones que conviene no olvidar. Y los europeos, llevados de nuestro supuesto excepcionalismo, lo llevamos haciendo varios años ya. Cuando la crisis argentina, sé bien que no es un ejemplo que nos guste citar, hubo un intenso debate entre economistas sobre la posibilidad, no solo sobre la conveniencia, que ese es otro tema, de mantener indefinidamente un sistema de tipos de cambio fijos. La conclusión, que puede sintetizarse en un artículo de Stanley Fischer¹, a la sazón director adjunto del FMI, fue volver a la teoría de las áreas monetarias óptimas² acuñada entonces en la fórmula de la solución bipolar. Los países podían optar por fijar de manera irreversible los tipos de cambio solo si se procedía a construir en paralelo un espacio económico integrado, si se avanzaba de manera irreversible en el cumplimiento de las cuatro condiciones básicas para una moneda común: movilidad laboral, integración comercial, flexibilidad de precios y salarios y un fondo de estabilización único. En definitiva, si se reconciliaba en una misma autoridad política la función de emisión de moneda –de prestamista de última instancia– y la de emisor de deuda soberana –la Tesorería–. En caso contrario, solo quedan los tipos de cambio variables, con flotación más o menos limpia³, lo que nos devuelve a la gestión de la autonomía cambiaria, y a la posibilidad de ruptura del euro si la Unión Monetaria Europea se queda en un sistema multilateral de tipos de cambio fijo. La ruptura sería un evento claramente indeseado, de con-

¹ Stanley Fisher (2001), “Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?” *Journal of Economic Perspectives*. Spring 2001, Volume 15, Number 2, 3-24.

² Formulada inicialmente por Mundell en 1961 y desarrollada posteriormente por MacKinnon (1966) y Kennen (1966).

³ A la luz de la crisis financiera se está replanteando la cuestión y muchos economistas empiezan a ver con buenos ojos la posibilidad de una flotación sucia del tipo de cambio, llegando a afirmar que puede ser posible simultanear libertad en la cuenta de capitales, tipo de cambio fijo pero revisable y política monetaria independiente. Ver la refutación de la “Imposible Trinidad” que hace Rakesh Mohan en *In The Wake of the Crisis*, editado por Blanchard, Romer, Spence and Stiglitz, Fondo Monetario Internacional, MIT Press, Cambridge, Mass, 2012. Pero sigo pensando que es una ilusión pasajera, propia del espejismo chino, un país que quizás por su tamaño no sea precisamente precio aceptante.

“La ruptura del euro sería un desastre político y económico, el fin del sueño europeo, el auge de los nacionalismos populistas, el retorno del proteccionismo y el empobrecimiento generalizado”

AL RESCATE
DEL EURO

secuencias catastróficas en mi opinión, pero cada vez menos improbable y al que algunas decisiones y sobre todo indecisiones parecen conducir irresponsablemente. Por eso hay que ser claros desde el principio, la ruptura del euro sería un desastre político y económico, el fin del sueño europeo, el auge de los nacionalismos populistas, el retorno del proteccionismo y el empobrecimiento generalizado⁴. No hay devaluaciones milagrosas, y menos aún en una región como Europa que comercia ampliamente consigo misma. Tan empeñados estamos los europeos en reescribir la historia que nos olvidamos de las razones que dieron origen a la Unión Monetaria y pareciera que se trató de un capricho de burócratas iluminados, o dictadores benevolentes en terminología económica.

Lo cierto es que los europeos seguimos ignorando lecciones básicas de economía, y la crisis del euro sigue creciendo. La temida doble recesión no solo es ya una realidad, una de las escasas veces que así ha sucedido en la historia, sino que amenaza con convertirse en la segunda Gran Depresión. Y no será porque no nos lo hayan avisado. La Unión Monetaria nació entre el escepticismo, si no entre la abierta hostilidad de gran parte de la profesión académica. Hubo muchos entre nosotros quienes, siempre partidarios de las teorías conspiratorias tan útiles para encubrir la propia ignorancia, apelaron al miedo americano ante el nacimiento de una nueva moneda y de un nuevo imperio que pretendía rivalizar con el dólar y restarle protagonismo internacional. Pero la paranoia es mala consejera económica. Los más ilustrados entre los

⁴ Para una descripción rigurosa de sus consecuencias económicas, véase Eduardo Levy en Fernando Fernández (2012), “La crisis en Europa: ¿un problema de deuda soberana o una crisis del euro?”, *Papeles de la Fundación de Estudios Financieros* N° 44, pp. 279-289.

propios europeos sabían que se ponía en marcha un proceso que tendría que conducir ineludiblemente al fortalecimiento de la Unión Política Europea. Romano Prodi, entonces presidente de la Comisión Europea no lo pudo decir más claro en su momento, aunque nadie quisiera entonces oírle, “estoy convencido de que el euro nos obligará a introducir un nuevo conjunto de instrumentos de política económica europea. Hoy no ha sido posible políticamente ni siquiera proponerlos. Pero algún día habrá una crisis y estos nuevos instrumentos serán la consecuencia necesaria”⁵. Por eso los británicos se quedaron fuera. Por eso y porque el Reino Unido es quizás el único país europeo en el que hubo un verdadero debate académico y político sobre el significado último de la Unión Monetaria Europea. Ellos sabían que el euro conducía inexorablemente a más y mejor Europa y no estaban dispuestos a perder su soberanía, orgullosos y melancólicos como están a la vez de su imperio y de su relación especial con los Estados Unidos. Pero la nueva Europa ha de ser construida con inteligencia y realismo, no a golpe de voluntarismos aventureros.

El euro ha muerto. Viva el euro. Es indudable que hoy ha llegado ese momento que define el futuro. Los europeos hemos vivido demasiados años de complacencia. Justificada en parte, porque es cierto que el euro nos ha dado diez años espectaculares de crecimiento económico, estabilidad financiera y de precios y hasta mayor cohesión social y regional en Europa. Y en parte también ignorante, porque era bien sabido que una estabilización del tipo de cambio provoca siempre y en todo lugar un efecto inicial expansivo, al reducir la prima de devaluación y de inflación y provocar un fuerte aumento de la inversión como consecuencia de la mejora radical de las condiciones de financiación⁶. Mejora que es pasajera y puede hacerse reversible si la financiación adicional no se utiliza en aumentar la capacidad productiva y exportadora del país; si no se acompaña el periodo de

⁵ Romano Prodi, discurso al Parlamento Europeo, diciembre 2001.

⁶ Tan sabido que ha formado parte del consenso de política económica al menos desde los años ochenta. Véase Kiguel, Miguel A, “The business cycle associated with Exchange-Rate-Based Stabilizations”, *World Bank Economic Review*, vol. 6 (May 1992), pp. 279-305.

crecimiento con reformas estructurales que aumenten la competitividad externa. Porque la mayor disponibilidad de financiación internacional aumenta necesariamente el nivel de endeudamiento externo del país. Máxime en una Unión Monetaria que como la europea se pretendía irreversible y hace que la financiación externa sea en la propia moneda. Vulnerabilidad exterior que convierte al país en dependiente del apetito por el riesgo de los inversores, o en el caso europeo, de su confianza en la sostenibilidad del edificio común. Sostenibilidad que es inversamente proporcional a la complejidad institucional, a la incapacidad para tomar decisiones definitivas y ejecutarlas sin dilación, a las dudas en los países acreedores, a las reticencias y dificultades políticas para entender en ellos lo que significa, lo que conlleva, una Unión Monetaria que se pretende irreversible.

La Unión Monetaria no existe desde hace muchos meses, excepto en el mundo de los flujos de capital público. El sistema financiero privado ha dejado de funcionar. Los flujos monetarios en la Eurozona se han renacionalizado y la financiación *cross-border* ha desaparecido o se ha convertido en una rareza⁷. No hay mercado interbancario, los bancos europeos han utilizado la financiación de largo plazo recibida del Banco Central Europeo, la llamada *LTRO*, exclusivamente para financiar a su Tesoro nacional en el caso de los periféricos con problemas de déficit público o para volver a depositarla en el propio BCE para asegurar el cumplimiento de los ratios de liquidez, en el caso de los países centrales. Como ya había sucedido antes en los países sujetos a un programa de rescate de la Troika, los bancos europeos no nacionales utilizaron la liquidez oficial extraordinaria para vender sus tenencias de bonos y salir del país en problemas. Es normal, es casi obligado para cualquier gestor responsable, pero es un ejemplo de libro de texto de los problemas de acción colectiva que genera la Unión Monetaria. Sobre todo porque ese comportamiento no fue solo la respuesta racional de los gestores bancarios ante un posible “evento de crédito”, sino que ha sido

⁷ Los bancos alemanes han reducido su exposición a los países periféricos en 55.000 millones de € en el primer semestre de este año reduciéndola a los niveles de 2005. *Financial Times*, 29 de julio de 2012.

“La Unión Monetaria no existe hace muchos meses, excepto en el mundo de los flujos de capital público. El sistema financiero privado ha dejado de funcionar”

inducido, provocado, precipitado por sus propios reguladores nacionales. En una Unión Monetaria con tantos reguladores como países, el riesgo país no solo no desaparece ni se mitiga necesariamente, sino que puede incluso ser ampliado por la actuación protectora de cada regulador soberano sobre sus propios bancos nacionales. Dicho sin ambages, la preocupación fundamental, estatutaria, del Bundesbank no es salvar el euro sino asegurar la estabilidad de su sistema financiero, la solvencia de las entidades bancarias alemanas. Y por eso les induce a salir de Grecia o a vender deuda española. Es un comportamiento racional desde la perspectiva nacional, pero suicida desde la óptica de la Unión Monetaria. “Coge el dinero y corre” parece haber sido el mensaje del regulador nacional. Europa tiene un serio problema de incentivos incompatibles.

En esas condiciones, la única fuente real de liquidez del sistema en los países periféricos es el BCE, porque sus principales emisores llevan sin poder acudir al mercado privado desde mediados del año pasado, incluidos los *corporates* más solventes y con la salvedad de ciertas ventanas de oportunidad abiertas por una decisión europea vital que no llegó a materializarse. Así, la posición deudora de por ejemplo el Banco de España con respecto al Bundesbank en el sistema europeo de bancos centrales, el llamado Target 2, no deja de crecer y se interpreta unánimemente como un indicador de vulnerabilidad en un círculo vicioso de desconfianza en la moneda única⁸. Nadie en Estados Unidos se preocupa por la

⁸ En términos brutos, la financiación total de las entidades financieras españolas en el BCE ha alcanzado los 402.185 millones de € en julio, aumentando un 10,2%. Los bancos españoles han captado en julio el 32,5% de la financiación total del eurosistema, triplicando el peso relativo de nuestro sistema financiero o de nuestro PIB en la Eurozona.

posición deudora de la Reserva Federal de Nueva York respecto a la de Kansas, ni nadie se preocupaba en España por la posición acreedora de Galicia sobre Cataluña. Pero sí lo hacen en Alemania, Holanda, Finlandia sobre España o Italia y se lanzan declaraciones suicidas sobre la necesidad de provisionar esa exposición⁹; de la misma forma que las autoridades reguladoras nacionales aconsejan o incitan a sus bancos a que reduzcan la posición en los países periféricos en una especie de profecía autocumplida de locura colectiva.

Si los propios europeos parecen no confiar en la moneda única, ¿cómo van a confiar los americanos o los asiáticos? Una vez más, con una regularidad observada en anteriores crisis cambiarias, son los propios ciudadanos nacionales, esta vez los europeos, los primeros que retiran sus dineros de los países periféricos y de sus bancos, al margen de su solvencia o liquidez. Cuando el Banco Central de Suiza se vio impelido a intervenir para evitar la apreciación del franco como moneda refugio, nadie en Europa quiso ver el paralelismo con el Banco Central de Uruguay en la crisis argentina. La comparación se tomó como un insulto. Sobra soberbia y falta rigor; sobra prepotencia y falta decisión. El FMI advierte con contundencia¹⁰: “se ha intensificado la retroalimentación entre riesgo bancario y soberano”, “la confianza de los depositantes es crecientemente frágil”, “ha caído drásticamente la actividad interbancaria”. La conclusión es evidente, las condiciones financieras están precipitando la crisis real. Pero no tiene por qué ser así. A analizar y describir qué y cómo se puede hacer, se dedica este

⁹ Hans Werner Sinn, uno de los cinco sabios alemanes miembros del Consejo de Expertos del Canciller, ha abierto el debate en Alemania al pedir públicamente al Bundesbank que obligue a provisionar esa posición deudora a los demás bancos centrales nacionales del Eurosistema. Todo un despropósito regulatorio que solo refleja su convicción personal de que el euro ha fracasado y bien haría el banco central alemán en empezar a reconocer las pérdidas. Ver Sinn and Wollmershaeuser, *Target Loans, Current Account Balances and Capital Flows: The ECB's Rescue Facility*, NBER WP N° 17626, Noviembre 2011.

¹⁰ IMF, *Euro Area Policies, 2012 Article IV Consultation*, julio 2012. Disponible en la web como IMF Country Report 12/181.

texto que da continuidad a varios trabajos sobre el mismo tema donde se apuntaban ya las líneas maestras de la solución¹¹.

CÓMO EVITAR EL NAUFRAGIO DEL EURO

Todos los líderes europeos insisten en que trabajan para evitar la ruptura de la Unión Monetaria. No hay Cumbre europea, ni reunión del ECOFIN, ni sesión del Consejo de Gobierno del BCE que no se cierre con una grandilocuente declaración de hacer todo lo posible y más para salvar la moneda única. Pero lo cierto es que el euro parece preso del síndrome del velo de Penélope. Cada paso adelante prometido es negado por los hechos o seguido de una declaración que lo relativiza y lo condiciona al cumplimiento de nuevas condiciones que se dilatan en el tiempo. El último ejemplo, del mismo mes de agosto y eso que los líderes estaban de vacaciones, es el Plan Draghi por el que el BCE está dispuesto a comprar deuda de los países periféricos en dificultades, incluso quizás a sostener un determinado nivel no anunciado del diferencial, siempre que (i) lo pidieran públicamente, y (ii) se sometieran a estrictas condiciones macroeconómicas en un procedimiento sin definir. Un Plan que recuerda mucho a los programas de Crédito Contingente y Flexible del FMI¹² y que ha generado numerosas expectativas, y una mejora sustancial de esos mismos diferenciales. Pero el Bundesbank ha terciado en el asunto para considerarlo una irresponsabilidad y un riesgo innecesario. Y las autoridades políticas alemanas se debaten en silencio entre su acatamiento, por respeto a la independencia del BCE, y su comprensión de la posición contraria del Bundesbank, por presión de su electorado.

¹¹ Ver Fernández y Navarrete (2009), *La Reforma del Sistema Financiero Internacional*, y (2011), “Un Euro con Futuro, un mecanismo europeo de garantía de depósitos y resolución bancaria para la moneda única europea”, *Papeles Faes*, N. 158.

¹² Líneas de crédito del Fondo Monetario Internacional que se pusieron en marcha como respuesta a las distintas crisis cambiarias y que a través de un proceso de precalificación tratan de evitar el contagio entre países por los brotes de irracionalidad o histeria temporal sobrevenidos en los mercados financieros y el efecto estigma asociado al uso de los fondos de este organismo multilateral.

Como en toda pelea política interna, ante la falta de una autoridad clara los líderes europeos no renuncian a mejorar su posición relativa aireando en público sus posiciones y sus discrepancias. Estrategia que puede ser racional desde la política doméstica, pero que es un suicidio económico que amenaza con impedir que el Plan dé los resultados esperados al poner de manifiesto la desunión y la incoherencia del Área Euro, alimentando la desconfianza en su futuro. Europa tiene un problema político, no solo económico, que es la consecuencia del cierre en falso del debate sobre la Constitución Europea. No es posible avanzar en la solución de la actual crisis económica, que es en esencia una crisis de confianza en el proyecto europeo de una moneda única, sin avanzar en la construcción de un área monetaria óptima. Y Europa no se parecerá a un área monetaria óptima sin avanzar en su Unión Política, lo que requiere nuevas cesiones de soberanía y no solo soluciones financieras imaginativas en el corto plazo, ni mecanismos fiscales excepcionales para los incumplidores. La Unión Monetaria no aguanta ni puede aguantar la incertidumbre asociada al recurso permanente al Tribunal Constitucional alemán. Hace falta abrir un nuevo proceso constituyente que diseñe unas reglas claras para todos¹³. La actual situación de incoherencia, vacío de poder, normas y reglamentos cambiantes sin criterio ni dirección conocida, son el paraíso de esos mismos especuladores a los que tanto se fustiga verbalmente. El riesgo regulatorio, y la Unión Monetaria Europea es hoy precisamente la quintaesencia del mismo, es su caldo de cultivo.

Fondo de Garantía de Depósitos Europeo

El edificio constitucional del euro tiene que completarse con una Unión Bancaria, Fiscal y Política. Esa es la tarea importante a realizar. Pero hay acciones urgentes, que son imprescindibles si no queremos que el euro se nos muera entre las manos. Lo urgente es la puesta en marcha de un Fondo de Garantía de Depósitos a escala europea y de unas reglas fiscales ex ante que permitan al BCE

¹³ Nicolas Vèron, *The Challenges of Europe's Fourfold Union*, Bruegel Policy Contribution, Bruselas, Agosto 2012.

actuar como prestamista de última instancia del sistema financiero porque el coste de su eventual recapitalización será asumido por los gobiernos de turno. Lo que más teme el Banco Central Europeo no es la inflación, que ni está ni se la espera en los próximos años, sino la merma de independencia que significa tener pérdidas patrimoniales que lo dejen a merced de los gobiernos. Esto siempre ha sido una pesadilla para cualquier banco central responsable.

Un Fondo de Garantía de Depósitos a escala europea es a estas alturas de la crisis la única manera de que los ciudadanos de la Unión Monetaria Europea perciban que un euro depositado en un banco en Alemania es intrínsecamente el mismo activo que un euro depositado en un banco en España, con independencia de la calidad del banco, como lo era un marco en Hamburgo o Colonia o una peseta en Sevilla o Valencia. Mientras eso no sea así, continuará la salida de capitales de los sistemas bancarios de los países percibidos en riesgo¹⁴. La caída de los depósitos deteriora la posición de liquidez de las entidades financieras y las hace más dependientes de financiación mayorista precisamente en unos momentos en que, como ya hemos señalado, esta ha dejado de existir y se limita al BCE, lo que es interpretado como un síntoma de crisis y alimenta el círculo vicioso.

Crisis financiera y crisis soberana se alimentan nuevamente a través de este mecanismo supuestamente de protección que en el seno de una unión monetaria sin seguro común, sin *risk pooling*, se convierte en un elemento desestabilizador de incalculables consecuencias. La libertad de movimiento de capitales, que es consustancial a una unión monetaria, puede llegar a ser incompatible con el mantenimiento de la estabilidad financiera en ausencia de un mecanismo común de garantía de los depósitos bancarios. Porque la esencia de una unión

¹⁴ Los depósitos bancarios en el Sistema Financiero Español han disminuido el 5,2% en los doce meses a julio de este año. En Grecia han caído más del 30% desde que se inició la crisis. Obviamente no todo es salida de capitales en sentido estricto, porque la gente tira de sus ahorros para mantener el consumo en tiempos de dificultad. Pero lo cierto es que a pesar de una reducción del 70% en el déficit español de cuenta corriente, la balanza privada de capitales ha sido negativa en 316.000 millones de €.

monetaria es que los bancos compitan entre sí, sin restricciones, también por atraer depósitos de particulares y empresas dentro del área económica común con independencia de la nacionalidad del titular de la cuenta o de la entidad. Ese es precisamente uno de los objetivos explícitos de la Unión Monetaria, aumentar la competencia entre entidades para reducir los márgenes comerciales y el poder de monopolio de las entidades en beneficio del consumidor bancario¹⁵. Pero ese objetivo es contraproducente si: (i) los mercados interbancarios desaparecen y se renacionalizan, (ii) las autoridades reguladoras nacionales, anticipándose incluso a las agencias de *rating* a las que tanto se critica por su comportamiento pro cíclico, se preocupan solo de sus propios bancos y penalizan las posiciones *cross-border* dentro del área única, (iii) el acceso a la liquidez del BCE está estigmatizado y penalizado por los mercados, y (iv) el propio BCE insiste en que “la primera pérdida” la asuman los contribuyentes nacionales y empuja crecientemente a los bancos centrales nacionales a utilizar la línea nacional de emergencia, ELA en terminología europea, para dar liquidez a sus bancos que se han quedado sin colateral descontable en Frankfurt antes de acudir a la ayuda europea¹⁶.

Llegados a este punto, existe práctica unanimidad entre los economistas europeos en que solo hay dos posibilidades: o se restablecen los controles de capital a los movimientos bancarios entre países o se mutualiza el seguro de depósitos. La primera opción significa recuperar la capacidad de proteger el sistema financiero nacional de una posible fuga de capitales, lo que es obligación de todo regulador, mediante la imposición de restricciones a la retirada de efectivo conocidas popularmente como “corralito” y que los británicos llaman más elegantemente “vacaciones bancarias”. Una opción que conduce inexorablemente a

¹⁵ El BCE lleva años quejándose de que la Unión Monetaria Europea avanzaba muy lentamente a escala minorista. Había pocas fusiones transnacionales, los costes de las transferencias entre bancos de distintos países eran excesivos y habría que regular para acotarlos, las comisiones por uso de tarjetas *cross border* eran demasiado altas y el sesgo nacional en ahorradores e inversores no estaba justificado.

¹⁶ Este verano hemos visto cómo una entidad española, Banco de Valencia, ha tenido que recurrir a ese mecanismo del ELA ante el retraso en la puesta en marcha del plan de recapitalización y reestructuración de la banca española acordado con Europa.

la ruptura de la Unión Monetaria y que algunos ingenuos piensan que puede ser deseable temporalmente hasta que se disipen las dudas sobre la solvencia de los bancos nacionales y los mercados financieros recuperen la normalidad¹⁷.

La segunda opción es la puesta en marcha con carácter inmediato de un sistema de garantía de depósitos bancarios a escala europea que actúe como un seguro colectivo de los ahorros de los europeos, como la mutualización de sus depósitos bancarios. Una opción que conduce inexorablemente a la cesión de soberanía financiera y fiscal a unas autoridades europeas pendientes de definir y que supondría el pistoletazo de salida de una verdadera Unión Bancaria. Un Fondo Europeo de Garantía de Depósitos puede adoptar numerosas formas y son varias las decisiones relevantes a adoptar, tres fundamentales en mi opinión: cobertura, financiación y forma jurídica. Habría que unificar la cobertura en todos los países del Área Euro desde su puesta en marcha, lo que no es trivial porque existen distintas tradiciones y legislaciones nacionales. Lo más razonable sería empezar con una cobertura europea limitada a los 100.000 € por entidad y titular que la propia Comisión recomendó en los albores de la crisis financiera. Cantidades menores, que podrían justificarse desde un punto de vista de economía política, no resuelven el problema de fondo que no es otro que evitar la fuga legal de capitales dentro del área monetaria única. Permitir un segundo tramo nacional por encima de esa cobertura, si bien pudiera parecer razonable políticamente y compatible con el principio de subsidiariedad, conllevaría el mismo problema. No hay precedente de uniones monetarias duraderas que hayan funcionado con sistemas de garantía de depósitos en competencia.

¹⁷ Es sorprendente la cantidad de propuestas de suspensión temporal de la Unión Monetaria que están empezando a aparecer en círculos políticos, no solo alemanes, e incluso académicos. En mi opinión significa no entender nada de lo que es el dinero en un sistema fiduciario, que por su definición se basa exclusivamente en la confianza de los ciudadanos. Defraudada esta, la recuperación es lenta y dolorosa, y muy profunda la pérdida de autonomía de la política monetaria, como evidencian los esfuerzos de décadas que tienen que realizar los países que, por su historial de elevada y persistente inflación, han sufrido la dolarización de su sistema financiero, entendida en su sentido técnico de que una parte significativa de los depósitos y créditos de los particulares se realizan en moneda extranjera.

Cuestión más delicada es su financiación. Dentro de la Unión Monetaria coexisten actualmente sistemas prefinanciados con otros que no lo son, sistemas que imponen una tasa a las entidades financieras proporcional al volumen de fondos asegurados, con otros que son en esencia un seguro público contingente. Un sistema prefinanciado con una tasa sobre los usuarios es claramente preferible; tasa única para todos los países y fondos asegurados que habría que calibrar cuidadosamente, pues es evidente que supone un encarecimiento de la financiación bancaria en un momento en que precisamente esta no es especialmente abundante. Su fijación será siempre una decisión discrecional, basada en estimaciones sobre su impacto en los precios de los productos bancarios y en la magnitud que se pretenda recaudar. Pero es necesario huir del voluntarismo, nunca será suficiente para evitar que una crisis sistémica acabe costando dinero al contribuyente. Por eso la puesta en marcha de un seguro de depósitos europeo es una decisión cuasi fiscal, porque supone el compromiso explícito de mutualización de los depósitos bancarios en Europa y de que el contribuyente europeo está dispuesto y comprometido a mantener el valor nominal de los depósitos bancarios en cualquier circunstancia de crisis, idiosincrática o sistémica, doméstica o europea.

Un problema no menor es el periodo transitorio, porque con independencia del nivel de cobertura y tasa impositiva que se fije en la puesta en marcha del sistema europeo, los distintos países llegan en condiciones muy diferentes al mismo. Tanto por la cantidad acumulada en el fondo nacional preexistente como por el grado de *stress* de sus sistemas bancarios, y por tanto por la probabilidad esperada de que algunas de sus entidades financieras tengan que acudir a ese fondo de garantía. La construcción europea, y en concreto la Unión Bancaria, está plagada de esos problemas heredados, *legacy problems*, cuya solución requiere una mezcla de imaginación y solidaridad en el reparto de la carga¹⁸. Si no se resuelven adecuadamente,

¹⁸ Ver *Breaking the Deadlock: a Path Out of the Crisis*, Inet Council on the Euro Zone Crisis, julio 2012, que enfatiza que un cierto nivel de *burden sharing* no es solo necesario sino también de justicia en la medida en que los desequilibrios actuales son en parte no despreciable consecuencia de los perversos incentivos existentes.

“El edificio constitucional del euro tiene que completarse con una Unión Bancaria, Fiscal y Política. Esa es la tarea importante a realizar”

la futura Unión Bancaria será irrelevante; si se espera a ponerla en marcha a que los sistemas bancarios de los países periféricos estén quebrados y liquidadas sus entidades financieras, no habrá mucha identidad europea que preservar. El Fondo de Garantía de Depósitos Europeo ha de estar disponible para resolver esta crisis bancaria, la que sufre hoy España, como acordó el Consejo en junio. Se puede fijar ya la cobertura del Fondo para 2012 y calcular la aportación que corresponde a cada entidad financiera. Los Tesoros de los distintos países serían responsables de adelantar la aportación de sus bancos en dificultades. Para evitar el bucle deuda bancaria deuda soberana, el Tesoro español podría utilizar a estos efectos parte de los 100.000 millones de € de ayuda bancaria, cantidad que podría recuperar con el saneamiento de las entidades intervenidas y su eventual venta posterior.

Hay también aspectos institucionales del Fondo de Garantía de Depósitos Europeo que habría que acordar a la mayor rapidez. Debería ser una entidad jurídica y operativamente independiente del regulador bancario europeo, de la autoridad de reestructuración y también del supervisor. Trabajaría en estrecha colaboración con ambos, pero su objetivo es diferente y limitado: asegurar los depósitos bancarios y hacer frente a la retirada de los mismos en caso de crisis bancaria. No es ni debiera ser una institución encargada de intervenir los bancos en dificultades, ni de administrarlos; sino simplemente un fondo asegurador que se nutre de las cuotas de las entidades y hace frente a los sucesos previstos. Un problema diferente es si debería incluir a todos los países de la Unión Europea o solo a los del Área Euro. Al ser en última instancia una decisión cuasi fiscal, no parece tener mucho sentido y podría llegar a ser contraproducente extender este seguro de depósitos a todos los países miembros de la Unión Europea. Porque sin él, repito, un depósito en euros en un banco alemán será distinto de ese mismo depósito en esa misma moneda en un

banco en España. Lo que implica que no son el mismo activo, ni la misma moneda, que es precisamente lo que se trataba de evitar con la regla de la irreversibilidad, *no exit*, de la Unión Monetaria. Mientras que es evidente que un depósito en libras en un banco en Londres es otra cosa, otro tipo de activo financiero.

Un Fondo de Garantía de Depósitos es el paso primero y más urgente en la construcción de una Unión Bancaria Europea. Tan urgente que mientras no esté en vigor, cualquier coqueteo con una hipotética salida de Grecia del euro es una absoluta irresponsabilidad que amenaza con provocar una incontrolable estampida bancaria europea y conllevaría el fin catastrófico de la Unión Monetaria. Pero no es el único necesario; una Unión Bancaria sostenible exige un mecanismo único de regulación, supervisión y resolución bancaria. Lo que plantea un importante problema institucional para los *países out*, sobre todo el Reino Unido, y un complicado problema jurídico para la Unión Europea. Pero como ha demostrado la crisis del euro, y como ya sabíamos pero habíamos querido ignorar, no puede haber un banco central único sin un regulador, supervisor y liquidador único. Sería bueno para limitar el arbitraje regulatorio, coordinar y tender a la armonización de la regulación bancaria internacional, como así se está haciendo en el seno de la Consejo de Estabilidad Financiera y más aún en la Unión Europea. De la misma forma que sería bueno coordinar las legislaciones tributarias para evitar los paraísos fiscales, pero es un objetivo político en otro orden de urgencia y dimensión.

Supervisión, intervención y resolución bancaria

Hay mucho debate político sobre qué tipo de supervisión es necesaria en la Unión Bancaria Europea¹⁹. Sobre todo porque los documentos originales de la Comisión parecían sugerir que bastaría con un esquema descentralizado a dos niveles en el que los principales bancos europeos, los llamados sistémicos en terminología ac-

¹⁹ Ver, por ejemplo, *Europe Catch 22 Moment: How Realistic are Proposals for a Banking and Fiscal Union?* Briefing Note, Open Institute, Bruselas, junio de 2012.

tual, serían supervisados por una autoridad europea, mientras que el resto seguiría dependiendo de su supervisor nacional aunque bajo directrices comunes²⁰. Es un error, como han acabado por reconocer la Comisión y los bancos alemanes, cuya asociación acaba de pedir un supervisor único y común para todos los bancos europeos²¹. En una crisis todos los bancos son sistémicos, como han demostrado Northern Rock o Caja Castilla La Mancha. Cuestión distinta es si ese supervisor único ha de ser el BCE o la EBA, es decir, si se debería confiar la política monetaria a la misma autoridad monetaria. Hay ventajas e inconvenientes en ambos modelos, y la evidencia internacional está repartida al respecto. Pero ha de tomarse una decisión clara, definitiva y sin ambigüedades²². La inseguridad jurídica y las peleas institucionales son una receta para la desconfianza.

Existe amplio consenso entre economistas sobre que la Unión Bancaria Europea precisa también de un mecanismo único de resolución y liquidación bancaria para el Área Euro. La razones son sencillas y pueden sintetizarse en tres: evitar la política de campeones nacionales en defensa de las entidades bancarias propias; permitir una competencia bancaria equilibrada y compensada, un *level playing field*, exenta de ayudas nacionales, regulatorias, contables o simplemente de benignidad supervisora y opacidad administrativa; y asegurar el funcionamiento de un mercado monetario europeo único incluso en condiciones de *stress* bancario o soberano de modo que se rompa el círculo vicioso entre crisis bancaria y crisis soberana. Es obvio que este mecanismo único supone, para ser creíble, una cierta mutualización de la deuda bancaria porque el coste fiscal resultante, el que sea,

²⁰ Ese es el sentido de la propuesta presentado por la Comisión al Consejo de junio y su empeño en *el single rule book* como suficiente para armonizar la supervisión bancaria en Europa. Ver Herman Van Rompuy, *Towards a Genuine Economic and Monetary Union*, Report by the President of the European Council, Bruselas, 26 de junio de 2012, o la firme posición pública del ministro de Hacienda alemán en contra de un supervisor único para todos los bancos europeos.

²¹ Ver *Financial Times*, 22 de agosto de 2012.

²² La propuesta de la Comisión, publicada después de que la versión española de este documento se hubiese cerrado, ha optado por una solución mixta: el BCE será la Autoridad Supervisora, pero en un Consejo Ejecutivo separado.

habrá de soportarse colectiva y solidariamente por todos los contribuyentes del Área Euro en la medida de su participación en el capital del Fondo de Resolución, que parece lógico sea la misma que en el capital del BCE.

Todo apunta a que el mecanismo debería incluir un enfoque por etapas²³. **Priero**, un sistema de intervención temprana antes de que los problemas afecten a la solvencia de la entidad y que permita condicionar la gestión de los bancos en esa situación antes de que se presenten los problemas de liquidez o solvencia²⁴. Condiciones que habrían de afectar a la distribución de beneficios, a la remuneración global de directivos y administradores llegando incluso a su remoción forzosa, y a la posible conversión de cierto tipo de deuda en capital con capacidad de absorción de pérdidas. Este mecanismo de intervención temprana supone aumentar el grado de discrecionalidad con el que actúan los bancos centrales, lo que obliga a reforzar su legitimidad, pero también la protección jurídica de sus directores. **Segundo**, un mecanismo tradicional de intervención ante el incumplimiento de los requisitos de capital, en el que la entidad intervenida queda temporalmente bajo la administración del fondo de resolución al objeto de recuperar su solvencia y devolverla al mercado lo antes posible. Este es el esquema generalmente contemplado en la mayoría de las legislaciones actuales y cuya armonización europea no debería resultar excesivamente compleja. **Y un tercer** mecanismo de liquidación propiamente dicho para aquellas entidades no viables en los escenarios macroeconómicos y financieros previsibles y razonables. El objetivo de este procedimiento no puede ser otro que minimizar el coste para el contribuyente, lo que impide aplicar el procedimiento concursal habitual para las sociedades no financieras y aconseja la creación de algún sistema de *banco puente*, entidades bancarias en las que

²³ Así lo hace por ejemplo el RDL 24/2012 del 31 de agosto, de reestructuración y resolución de entidades de crédito, aprobado por el Gobierno español en cumplimiento de las condiciones financieras establecidas en el MoU (Memorando de Entendimiento) de recapitalización del sistema bancario español y que se ha interpretado unánimemente como un anticipo de esa legislación europea.

²⁴ Un enfoque de esta naturaleza ya se defendía en el *Informe FAES*, Fernández y Navarrete (2009) donde se estudiaba con cierta profundidad.

el liquidador aparca los activos valiosos a la espera de que el mercado deje de penalizarlos en exceso ante la expectativa de su venta inmediata.

Una Unión Fiscal limitada

La Unión Bancaria Europea conduce inexorablemente a una Unión de Transferencias, a una Unión Fiscal. Negar la evidencia no es buena política y utilizar demasiados eufemismos tampoco. Es característico de los hombres de Estado liderar a la opinión pública, no dejarse guiar por ella. Una Unión Bancaria supone la puesta en común del riesgo bancario, de las entidades y de los clientes. Suponer que en una crisis sistémica el sector financiero será capaz por sí solo de sufragar el coste de su saneamiento es negar la realidad. Aumentar su cuota, la parte que el propio sector ha de cubrir, como persiguen medidas como el aumento de los ratios de capital o la creación de fondos de reserva, es una buena política. Pero siempre será insuficiente para afrontar el inmenso coste de una crisis bancaria²⁵. Dicho coste puede encubrirse en el tiempo de varias maneras, las más habituales la represión financiera, las pérdidas del banco central o la inflación, pero finalmente habrá de ser asumido por el contribuyente, por el contribuyente de la Unión. El reparto de la carga de una crisis bancaria a posteriori, como está sucediendo en esta crisis europea, no es desde luego una situación óptima, económica ni políticamente, y puede conducir a eventos indeseables y explosivos, como la propia ruptura del área monetaria única. Por eso es imprescindible refundar la Unión Monetaria con reglas fiscales, claras, precisas, sencillas y ejecutables sin margen de discrecionalidad política. Solo eso la hará creíble y sostenible más allá del voluntarismo y de la retórica populista de someter el mercado a los dictados de la política.

Pero una Unión Fiscal no implica la armonización tributaria sino sencillamente evitar e internalizar las externalidades, positivas y negativas, que se producen den-

²⁵ Coste que se estima en el entorno del 15% del PIB en el ya clásico libro de Reinhart y Rogoff (2009), *This Time is Different, Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press.

“La crisis europea es una crisis de madurez de la Unión Monetaria de la que no será posible salir sin reformar los Tratados Constituyentes del Área Euro y sin afrontar las cuestiones de soberanía”

AL RESCATE
DEL EURO

tro de la misma Unión por el uso legítimo que los distintos países hacen de su soberanía no transferida. En sentido estricto, una Unión Fiscal requiere tres cosas: reglas de comportamiento, mecanismos de decisión en caso de incumplimiento y una Administración que las implemente. Pese a su aparente conflictividad, la fijación de las reglas de comportamiento es la parte técnicamente más sencilla. Bastaría con normas sencillas ex ante sobre déficit, deuda y gasto nominal. Lo demás puede y debe seguir siendo competencia de los gobiernos nacionales y una forma legítima de competir estratégicamente con su mezcla nacional de bienes públicos y privados en un área con libertad de movimiento de capitales y trabajadores.

La última tendencia europea, apoyada nada sorprendentemente en los trabajos del FMI bajo la dirección académica de Blanchard, es ir hacia normas de déficit estructural que tengan en cuenta el comportamiento cíclico de las economías²⁶ y permitan el uso de la política fiscal más allá de los estabilizadores automáticos. Es un error repetido y manifiesto, un ejemplo del desconocimiento de los fundamentos de la economía política y del gusto burocrático por el arbitraje ilustrado. Fue precisamente esa filosofía política la que se cargó el Pacto de Estabilidad y Crecimiento en 2003 ante los incumplimientos de Francia y Alemania. Siempre habrá buenos economistas, y mejores políticos, dispuestos a justificar cualquier déficit por una buena causa. Reglas complejas, de difícil y no lineal interpretación, solo suponen ampliar el margen de negociación política y erosionar la legitimidad europea, porque abrirán sin duda tensiones discriminatorias entre los distintos países y acusaciones de trato desigual. Ya lo estamos viendo. Pero es que hay

²⁶ Las nuevas reglas fiscales europeas conocidas como *Fiscal Compact* o *Euro Pact Plus* suponen claramente un deslizamiento hacia objetivos de déficit ajustados en el ciclo que son también los que propone el último informe del FMI sobre el Área Euro, *Euro Area Policies, Article IV Consultation*, julio 2012, IMF Country Report N°12/181.

además razones puramente técnicas en contra de las reglas cíclicas. Expresado con rotundidad, los potenciales inversores globales, llamados en última instancia a financiar esos déficits, pueden no ser partidarios de esos mismos ciclos. Lo que hay que financiar es el déficit corriente, no el ajustado en el ciclo, y este puede ser excesivo para la disponibilidad y apetito por riesgo de los inversores, ¡que se lo digan a España o a Portugal hoy! Si son coherentes, los partidarios de reglas cíclicas deberían estar defendiendo el incremento de los niveles de deuda pública en los distintos países europeos y sin duda la puesta en funcionamiento inmediata de los eurobonos. Lo primero supone desconocer que uno de los efectos persistentes de la globalización es el fin del excepcionalismo europeo y con él del apetito emergente por deuda pública europea, dados los elevados niveles actuales de endeudamiento en términos del PIB, que triplican en Europa los de esos países. Lo segundo, crear eurobonos ya, pese a su indudable atractivo técnico –pues sería la manera de completar sin fisuras la arquitectura constitucional del nuevo euro–, choca con indudables problemas políticos. Parecería que insistir en este punto en este momento es un poco como “empezar la casa por el tejado”. Primero establezcamos normativas fiscales comunes, sencillas y susceptibles de ser cumplidas, y ya hablaremos luego de compartir el riesgo soberano.

En cualquier caso, las reglas fiscales habrían de ser ex ante e implicar una cesión automática de soberanía. Las reglas, para ser creíbles, dada la experiencia europea con el Pacto de Estabilidad, exigen un mecanismo de decisión con el menor nivel de intervención política posible. La solución adoptada por la Unión Europea, con el procedimiento de aplicación automática por la Comisión salvo decisión revertida por mayoría reforzada del Consejo, es un artilugio legal ocurrente e ingenioso que puede funcionar. Porque de lo que se trata es de ceder la capacidad de decisión efectiva, la última palabra y por tanto la soberanía fiscal, a alguna autoridad supranacional en cuestiones de déficit, deuda y crecimiento del gasto público, no de su composición. Su incumplimiento conllevaría automáticamente la intervención externa, por esa autoridad supranacional. Pero se trata de una decisión muy trascendente que plantea al menos dos problemas inmediatos, que solo vamos a

apuntar aquí porque son de naturaleza más jurídica-constitucional que económica. Uno primero, técnico-institucional, es que hay que definir con precisión la autoridad decisora en última instancia: ¿queremos los europeos una autoridad supranacional (la Comisión) o internacional (el Consejo)? El camino de en medio, que es el actual, de una especie de codecisión a la que últimamente se quiere también sumar el Parlamento Europeo, solo aumenta las posibilidades de bloqueo y parálisis institucional²⁷. El segundo problema es directamente político: elegida la institución que gobernará fiscalmente el euro, ¿cómo la dotamos de legitimidad democrática en toda la Unión? Lo que nos lleva, como se afirmó al comienzo de este trabajo, a que la crisis europea es en última instancia una crisis política, una crisis de madurez de la Unión Monetaria. Una crisis de la que no será posible salir sin reformar los Tratados Constituyentes del Área Euro y sin afrontar las difíciles cuestiones de soberanía implícitas. Poner el tema encima de las mesa es el regalo, envenenado pero inevitable, que quizás nos haga pronto el Tribunal Constitucional alemán.

No quisiera acabar este apartado sobre el rescate del euro sin comentar siquiera brevemente algunas falacias recurrentes del debate político que, bien por simplificación interesada, por ignorancia absoluta o por mala fe, trasladan a la opinión pública la impresión de que estamos ante una crisis que podría solucionarse de un plumazo si solo los responsables quisieran. Esas presuntas salidas milagrosas son las más peligrosas porque, como el enfermo que busca médico hasta que encuentra el que le receta lo que él quería, las sociedades europeas, y sin duda la española, son reacias a asumir que se ha acabado una época y que la superación de la crisis exige profundos cambios institucionales, políticos y de comportamiento individual. Las sociedades, las civilizaciones, como los seres vivos, crecen, se reproducen y mueren.

²⁷ Tengamos presente que no hay unión monetaria nacional que funcione con doble decisión del legislativo y ejecutivo en materia económico-fiscal. Lo más parecido quizá sea el abismo fiscal (*fiscal cliff*) al que parece encaminado Estados Unidos por la lucha de poder entre Presidente y Congreso en cuanto a la autorización de límites de deuda.

La primera falacia pone toda la responsabilidad en el Banco Central Europeo. El BCE podría arreglarlo todo mañana mismo si quisiera. Falso, el BCE solo podría inundar de liquidez el mercado, lo que acabará teniendo consecuencias a medio plazo sobre la inflación (no creamos otra vez más que esta vez sí es diferente). Pero incluso aunque estuviéramos dispuestos a asumir un cierto riesgo inflacionista, que en Europa siempre sería pequeño y menor que en Estados Unidos por razones conocidas, la realidad es que el multiplicador bancario no funciona –los bancos no se fían entre sí y menos aún entre bancos de distintos países del Área Euro– y el dinero no fluye al sector privado no financiero. Los bancos no hacen otra cosa que acaparar la liquidez y devolverla al banco central, que sigue remunerando su facilidad de depósitos, y tendrá que hacerlo más aún para esterilizar las intervenciones en el mercado de deuda. Y no lo harán mientras existan dudas sobre (i) la permanencia de los distintos países en el Área Euro, (ii) la solvencia de algunas entidades bancarias y la capacidad de sus respectivos gobiernos para rescatarlas, y (iii) la solvencia del propio emisor soberano y la posibilidad de suspensión de pagos. En definitiva, el BCE no puede evitar que un país sea expulsado del euro y las consecuencias que traería para su sistema financiero. Es una decisión de los gobiernos, del propio y del resto de sus socios europeos. El BCE puede precipitar su expulsión, y ya ha demostrado que no tiene ninguna intención rebajando los colaterales todo lo que haga falta y dando liquidez ilimitada de corto plazo a Grecia. Pero un banco central no puede hacer de Hacienda Pública sin destruirse a sí mismo y a la credibilidad de la moneda única.

La segunda falacia, esta crisis solo se superará con crecimiento, es una compleja argumentación ideológica que asocia curiosamente a los partidarios de la ortodoxia económica con la austeridad²⁸. Como si esta fuera impuesta voluntariamente por mentes retorcidas y casi criminales sociales, y no fuera la consecuencia de nuestros excesos anteriores, de gobiernos irresponsables y manirroto que no en-

²⁸ Las homilias semanales de Krugman en el *New York Times* o las menos recurrentes pero más agresivas de Stiglitz son el mejor ejemplo de esta escuela que piensa, como algún conocido líder político español, que no puede ser que no haya dinero, se crea y punto.

“El devenir de la economía española, el éxito de su proceso de ajuste y la adecuada corrección de sus desequilibrios van a influir notablemente sobre las posibilidades de supervivencia del euro”

AL RESCATE
DEL EURO

tendieron o no quisieron entender lo que significaba nuestra pertenencia a la Unión Monetaria Europea. No hay precedente histórico de una crisis de deuda, de exceso grosero sistemático y sostenido de endeudamiento público y privado, y esta sin duda lo es, que se haya resuelto sin una mayor o menor contracción del PIB. Y esta no está siendo ni será una excepción. Pretender combatir una crisis de deuda con más deuda parece paradójico, pero eso es en esencia lo que proponen los nekeynesianos. Por más que intenten que esa deuda la asuma otro –Alemania o el FMI–; se pague con más impuestos sobre los ricos, como si no tuviera efecto alguno sobre el crecimiento; o pretendan diluirla en el tiempo mediante técnicas de ingeniería financiera que recuerdan en exceso aquellas que, ejercidas desde el sector financiero privado, fueron la antesala de esta crisis. En el caso europeo además, hay circunstancias idiosincráticas que ya se han mencionado: Europa no ahorra lo suficiente y ya no es una zona atractiva para la inversión extranjera de cartera, o al menos le han salido competidores relevantes. La verdadera política de crecimiento que Europa necesita es liberar sus mercados de restricciones inútiles y contraproducentes, reducir los costes de transacción, de hacer negocios en Europa, para recuperar atractivo y dinamismo, y no más gasto público ni más proyectos de infraestructuras que aún tienen que demostrar su rentabilidad coste-beneficio en una zona con una amplísima provisión de capital público.

Por último hay quienes todavía piensan que existen soluciones imaginativas técnico-financieras que nos pueden evitar tener que confrontar la realidad. Uno de esos inventos mágicos que últimamente aparece por doquier, la separación entre el problema de deuda heredado (*legacy problem*) y el diseño futuro para que no se repita, es interesante desde el punto de vista analítico, pero irrelevante en el contexto del euro. Por razones técnicas y políticas. Técnicamente el

problema del euro es que la Unión Monetaria es un juego recurrente y permanente, en el que no cabe el engaño y en el que cualquier decisión sienta precedente, por mucho que los responsables se empeñen en asegurar lo contrario²⁹. En pocas palabras, al solucionar o dejar de solucionar el problema heredado se está resolviendo, agravando o posponiendo la configuración jurídico-institucional de la nueva Área Euro. En la práctica, es ya demasiado tarde para seguir analizando el problema, “a la parálisis por el análisis”. Los inversores han perdido la confianza en el proyecto europeo y no la recuperarán solo con soluciones financieras ingeniosas. A lo sumo nos darán algo de tiempo, aunque cada vez menos a juzgar por el resultado de los últimos rescates, incluido el bancario español. Los inversores han visto el problema y quieren soluciones definitivas a lo que entienden como un problema constitucional porque, dicho con brutal franqueza, si España e Italia se han financiado en moneda extranjera entonces son insolventes.

CÓMO EVITAR QUE EL EURO ARRASTRE A ESPAÑA O VICEVERSA

Aunque el objetivo de este trabajo no sea analizar específicamente la economía española, quedaría incompleto si no hiciéramos al menos unas referencias a la situación actual inmersa en pleno proceso de concreción de la ayuda financiera. El futuro del euro no depende de nosotros, o al menos no depende solamente de nosotros. Pero es evidente que el devenir de la economía española, el éxito de su proceso de ajuste, la adecuada corrección de sus desequilibrios y el acierto en la definición de estrategias europeas van a influir notablemente sobre las posibilidades de supervivencia del proyecto de moneda común. Y en cualquier caso, la economía española estará mejor posicionada para lo que venga si resuelve con éxito sus problemas, si hace política decidida de ajuste y de competitividad.

²⁹ Por ese carácter recurrente, el rescate griego fue tan tardío y tan compleja la decisión de imponer una quita a los acreedores. Y por esa misma razón está resultando tan difícil concretar la ayuda al Sistema Financiero Español, porque todos los participantes saben que se está sentando un precedente que determinará el futuro de la Unión Bancaria Europea, de la mutualización del riesgo de los depósitos, de la participación de los acreedores en el coste del rescate y de los mecanismos de resolución bancaria.

Es conocido que a la llegada del Gobierno del Partido Popular la economía española tenía tres graves problemas pendientes que resultaban en un extraordinario déficit de credibilidad. Pese a las repetidas promesas de la anterior Administración hasta incluso después de las elecciones de noviembre, lo cierto es que las cuentas públicas estaban absolutamente descontroladas y el objetivo del 6% de déficit público para 2011 resultó en realidad en un 8,9% del PIB, prácticamente sin mejora respecto al año anterior y con un déficit estructural del 7,6% según el FMI³⁰. Descontrol que reflejaba además una estructura del Estado insostenible e ineficiente. De manera análoga, y también inmersa en el mismo síndrome de negación de la anterior Administración, el sistema bancario se enfrentaba a serios problemas de solvencia en una parte no despreciable del mismo y los repetidos intentos de minusvalorar, esconder o aplazar los problemas solo habían provocado que pagaran tanto justos como pecadores. Las entidades financieras españolas, con independencia de la calidad de las mismas, habían sido prácticamente expulsadas de los mercados internacionales. Era un hecho establecido que las reformas financieras conocidas como FROB I y II no habían tenido éxito. Por último, la economía estaba en la senda de una doble recesión con una tasa de paro que se aproximaba al 25% de la población activa. Las reformas laborales iniciadas habían sido incapaces de revertir la situación por tímidas y vergonzantes. Sin ideas claras, con continuos cambios de opinión y habiendo concedido unilateralmente derecho de veto a las organizaciones sindicales, era obvio que el mercado laboral español estaba hundido sin esperanza de recuperación.

El nuevo Gobierno tuvo desde el principio un diagnóstico claro y correcto pero parece, nueve meses después, que la magnitud de la herencia recibida y la importancia de los retos pendientes fueron determinantes en los retrasos en poner en marcha una respuesta concreta, lo que generó una cierta confusión entre los mensajes domésticos e internacionales. Habría sido un milagro que el Gobierno no hubiera sufrido el desgaste por el aplazamiento de algunas decisiones y por

³⁰ Ver *Spain, 2012 Article IV Consultation*, IMF Country Report N°12/202

la impopularidad de otras –económicamente necesarias– como la subida del IVA o la reducción del sueldo de los empleados públicos un 7%. Sin embargo, todavía conserva suficiente capital político y tiempo de legislatura para perseverar con decisión en las reformas, dolorosas pero necesarias, que nos permitirán recuperar la senda de crecimiento y prosperidad. En eso está.

La Ley Orgánica de Estabilidad Presupuestaria y Sostenibilidad Financiera contiene los elementos necesarios para recuperar la confianza en las cuentas de las distintas Administraciones Públicas españolas, recuperando los principios de transparencia, solidaridad, autoridad y lealtad constitucional. No coarta la autonomía de las Administraciones pero, a semejanza del Nuevo Pacto de Crecimiento Europeo, busca eliminar las externalidades que los comportamientos miopes o irresponsables de algunas tienen sobre el conjunto de los ciudadanos españoles. Si alguna Administración cree, contra toda evidencia internacional de financiación de las entidades subnacionales, que puede desafiar la restricción presupuestaria del Estado español que intente emitir deuda sin aval. Si lo que pretende es volver a discutir el marco de financiación autonómica para quedarse con un mayor porcentaje del pastel, que lo diga claramente y busque los votos necesarios, pero que deje de jugar al victimismo cuando el sistema actual se hizo a su imagen y semejanza. Mientras tanto, el Gobierno está plenamente legitimado para aplicar la ley con todo rigor. Lo contrario afectaría gravemente a la credibilidad del Reino de España y a nuestras posibilidades de mantenimiento en Europa.

El Memorándum de Entendimiento de Política y Condicionalidad del Sector Financiero³¹ entre la Unión Europea y el Reino de España y el RDL 24/2012 antes citado pone fin a la ficción largamente sostenida de que los problemas del sector financiero español eran insignificantes y manejables sin ayuda. Cien mil mi-

³¹ Aprobado y firmado finalmente en el Consejo Europeo del 20 de julio de 2012 junto con los correspondientes anexos, *Terms of Reference for Fund Staff Monitoring in the Context of European Financial Assistance for Bank Recapitalization*, y el *Master Financial Assistance Facility Agreement* entre el FEEF, Fondo Europeo de Estabilidad Financiera, el FROB y el Reino de España.

liones de euros, prácticamente el 10% del PIB español, no es una cifra menor, sobre todo si se suma a los prácticamente 120.000 millones de € que el sector ha utilizado ya en su propia recapitalización. Las críticas recibidas se resumen bien en la comparecencia parlamentaria del anterior gobernador del Banco de España que en esencia venía a reivindicar la extensión del silencio y la benignidad regulatoria para esperar a tiempos mejores. La política de “los trapos sucios mejor se lavan en casa” es manifiestamente incompatible con la Unión Monetaria, aunque pueda ser cierto que se la hayan podido permitir otros países que tenían superávit de ahorro, y con la libertad de movimiento de información y capitales que debe prevalecer en un área monetaria única con pretensiones de credibilidad y permanencia. Si algo se puede criticar es la tardanza en su aplicación y la falta de un criterio único por parte de las autoridades europeas representadas por una miríada de instituciones que no siempre coinciden entre sí. La confusión en el mensaje no es buen criterio para devolver la confianza a un Sistema Financiero Español que necesita estabilidad regulatoria tanto como capital.

Las reformas de febrero y junio suponen un cambio significativo en el funcionamiento del mercado de trabajo español y así ha sido reconocido por la Comisión Europea y el FMI. Las reformas normalizan las relaciones laborales en España y suponen el fin de la excepcionalidad al reducir la dualidad y el coste del despido. Suponen un cauteloso cambio de régimen, que persigue la flexibilidad interna y limita la intermediación sindical por decreto al facilitar la cláusula de descuelgue. Otras reformas adicionales son necesarias para que las adoptadas consigan toda su eficacia, sobre todo las que afectan a las prestaciones por desempleo y nos acercan al llamado contrato único. Hacer de España una economía competitiva, dinámica y flexible es la mejor contribución que podemos hacer a la sostenibilidad del euro. Ello requiere no solo reducir el tamaño de las Administraciones Públicas para hacerlo sostenible presupuestariamente, sino también y sobre todo reducir su omnipresencia y voracidad regulatoria para hacerlo eficiente.

La intervención europea de la economía española es una realidad, como lo es de manera más o menos explícita en todos los países con dificultades de acceso a los mercados privados de capitales, que son hoy prácticamente todos con la excepción de Alemania y algunos pequeños vecinos. Las palabras son importantes en política, pero no debemos dejarnos confundir. La cesión de soberanía fiscal y financiera es deseable, es una condición necesaria para que Europa supere la crisis del euro y una consecuencia previsible de completar el diseño del Área Euro para hacerla sostenible y de nuestra voluntad de pertenencia a la misma. A España siempre la ha ido bien cuando se ha abierto a Europa, sobre todo cuando Europa se definía como un espacio abierto al mundo y no como la Europa fortaleza. La estabilidad presupuestaria, la ortodoxia monetaria, las reformas estructurales y las privatizaciones son políticas que España empezó a importar de Europa en los años ochenta. Son hoy, otra vez más, las políticas que a España le convienen. Corresponde al actual Gobierno español aplicarlas con ambición y decisión. Pero corresponde también a los líderes europeos definir un marco institucional común para todos los europeos, no un régimen de excepción para los países intervenidos. Por eso la Unión Monetaria Europea necesita refundarse, modificar sus Tratados constitucionales, porque ningún país democrático aguantará un protectorado. Unos cambios constitucionales que conllevarán la inevitable mutualización de la deuda bancaria y soberana a cambio de mecanismos de control fiscal en origen. Un acuerdo posible y necesario que los mercados financieros exigen sin demora. Los mimbres están ahí, en las sucesivas decisiones de los Consejos Europeos desde el año 2009. Solo hace falta agruparlas coherente y sistemáticamente y comprometerse pública y solemnemente a aplicarlas con un calendario anunciado de antemano. La alternativa puede muy bien ser “el invierno de nuestro descontento”.