



CÓMO SALIR DE LA CRISIS DE DEUDA EN LA ZONA EURO

Guillermo de la Dehesa *

Resumen

La única forma que tiene la Zona Euro de impulsar a las economías nacionales menos competitivas es haciendo una devaluación de su tipo de cambio real, ya que el nominal no existe al compartir una moneda común. Dicha devaluación sólo puede conseguirse haciendo que durante varios años sus costes salariales y sus márgenes empresariales aumenten a un ritmo menor que el de la media de la ZE, y que simultáneamente su productividad crezca varios años seguidos por encima del promedio de la misma. A esta devaluación real puede ayudarse reduciendo los costes salariales, bajando las contribuciones empresariales a la Seguridad Social y compensándolas con un incremento de los impuestos indirectos, tanto el IVA como los especiales. Naturalmente, es mucho más eficiente intentar sólo aumentar la productividad para reducir la brecha competitiva que reducir los salarios para conseguirlo; de ahí la importancia de atacar las rigideces en ambos mercados, que son las que en definitiva reducen la competitividad.

Abstract

The only way the EuroZone can boost less competitive national economies is by devaluing their real exchange rate, since the nominal rate no longer exists as they share a single currency. This devaluation can only be achieved by ensuring that for several years their salary costs and business margins increase at a slower pace than the average for the EZ, and that simultaneously their productivity grows above the EZ average for several years in a row. This real devaluation can be achieved by reducing salary costs, lowering business contributions to the Social Security system and compensating them through an increase in indirect taxes such as VAT and special taxes. Naturally, it is much more efficient to attempt simply to increase productivity in order to bridge the competitive gap than to reduce salaries in order to achieve it; hence the importance of attacking rigidity in both markets, which is what ultimately reduces competitiveness

1. ¿Es la Zona Euro un área monetaria óptima?

Antes de la creación de la Unión Monetaria (UME) muchos economistas ya sabíamos que la UME entonces y ahora la Zona Euro (ZE) no eran unas áreas monetarias óptimas en el sentido de que no cumplían los requisitos establecidos por el premio Nobel de economía de 1961, Robert A. Mundell para que una UME fuera un Área Monetaria Óptima (OCA). Dichos requisitos eran los siguientes: debería de existir dentro de la misma una elevada movilidad de la mano de obra sin barreras físicas y culturales, una elevada movilidad de los capitales y una elevada integración financiera, una elevada flexibilidad de precios y salarios y finalmente, un presupuesto de dicha UME que pueda hacer transferencias generosas en caso de que alguno de sus miembros pueda sufrir choques asimétricos negativos. Mundell tenía en mente como ejemplo de OCA tanto su país de nacimiento, Canadá, como su país de trabajo, Estados Unidos.

En la ZE actual, la movilidad laboral es muy baja, dadas las barreras idiomáticas y culturales que existen entre sus estados miembros, la integración bancaria y financiera es todavía baja, los precios y salarios son muy rígidos a la baja y el presupuesto de la UE es sólo un 1,1% del PIB de la Unión, frente a un presupuesto federal de un 25% del PIB de Estados Unidos. Es decir, lo que viene ha demostrar la teoría de las OCA es que una unión monetaria necesita una cierta unión fiscal. Es verdad que la movilidad laboral de la ZE ha aumentado recientemente con la gran ola inmigratoria, pero lamentablemente, aquellos que realmente se mueven libremente entre los estados miembros de Schengen son los inmigrantes irregulares ya que los legales necesitan trabajar en un estado miembro 5 años antes de poder pasar a otro.

* Centre for Economic Policy Research (CEPR)

A pesar de no cumplir los requisitos de una OCA, en sus diez años de vida, la ZE había funcionado bastante bien ya que no había sufrido choques externos o internos, hasta que el choque asimétrico, tanto fiscal como competitivo, que ha sufrido Grecia ha aflorado sus debilidades y fallos, principalmente por la falta de suficiente gobernanza económica que queda sólo limitada a los propios estados miembros que no se ponen de acuerdo en casi nada. Es decir, ha mostrado una vez más que una unión monetaria necesita una cierta unión fiscal y política para hacer frente a los choques de alguno de sus estados miembros o de choques externos y que será muy difícil en el futuro superar otros sin un sistema fiscal más o menos centralizado.

2. Expansiones fiscales en una unión monetaria

La existencia en el Tratado de la Unión de una cláusula prohibiendo el rescate individual o colectivo (artículo 125) de cualquier estado miembro y de otra prohibiendo la monetización de la deuda por el banco central Europeo, hace que haya que evitar a toda costa que ningún país pueda acumular elevados desequilibrios fiscales que le lleven a la suspensión de pagos o a necesitar un rescate. Para ello se había introducido el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PAC) que iba a controlar que ningún estado miembro superase el 3% del PIB en términos de déficit estructural y que su deuda bruta total consolidada no superase el 60% del PIB. El problema fundamental reside en que los efectos de las expansiones fiscales excesivas por parte de un estado miembro de una unión monetaria, como la ZE, son muy diferentes de sus efectos en una unión que no es monetaria como lo era originalmente la Unión Europea (UE) que está ahora con 16 estados miembros formando la ZE y otros 11 que no lo son.

312

Cuando la UE era sólo una unión no monetaria, un estado miembro que acumulase un déficit y deuda muy elevados pagaría todo el precio de su irresponsabilidad ya que los mercados financieros, es decir, sus acreedores, le penalizarían vendiendo las tenencias de sus bonos, haciendo que sus tipos de interés fueran más elevados, lo que hacía mucho más caro el servicio de su deuda, y además vendiendo también los instrumentos financieros y reales denominados en su divisa haciendo más caro todavía el servicio de su deuda en su moneda nacional.

Ahora que es también, en parte, una unión monetaria, un estado miembro de los 16 que forman la ZE que incurre en una situación excesivo déficit y deuda en relación a su PIB también paga un fuerte precio por ello, pero el resto de los otros estados miembros de ZE también pagan parte de dicho precio.

En primer lugar, una unión monetaria tiende a crear un mercado único de capitales en este caso en euros, lo que significa que el estado miembro que ha acumulado tales excesos fiscales puede acceder a financiarlos más fácilmente con los ahorros de otros estados miembros, que aceptan financiarlos en su misma moneda y si riesgo de tipos de cambio. Esto significa que la correspondiente subida de los tipos de interés no sólo afecta al estado miembro



pródigo sino también a los otros estados miembros que lo han financiado con su ahorro. Es decir, un estado miembro que se endeuda en exceso puede crear “externalidades negativas” en el resto de los países de la ZE.

En segundo lugar, ante esta situación de riesgo moral, otros estados miembros pueden tener un incentivo para incurrir en expansiones fiscales excesivas si parte del mayor coste de servir su deuda es compartido por los demás estados miembros.

En tercer lugar, si varios países de la ZE, como ha ocurrido ahora, llegan a alcanzar desequilibrios fiscales excesivos, intentarán presionar al banco Central Europeo (BCE) para que mantenga sus tipos de interés de intervención en los mercados bajos y tratarán de reducir el coste de financiar su deuda pudiendo, en un caso extremo, poner en peligro la misma política monetaria independiente, que es uno de los tres pilares básicos de la ZE.

En cuarto lugar, como consecuencia de los factores anteriores, a largo plazo, los logros alcanzados por el euro como una moneda internacional de peso creciente pueden empezar a retroceder si los mercados financieros creen que su situación fiscal no es sostenible a medio plazo, lo que también reducirá notablemente la financiación que los estados miembros obtienen a través de su emisión de billetes en circulación o *señoriage* ya que los billetes en euros que circulan internacionalmente significan una emisión de deuda perpetua a coste cero de tipos de interés cifra lo que hoy se calcula en un ahorro de miles de millones al año.

Estos cuatro factores implican que es muy importante que en una unión monetaria, como la ZE, exista una sola política fiscal o, si esto no es posible, al menos una muy elevada coordinación de las políticas fiscales de los estados miembros. Lamentablemente, no parece existir probabilidad alguna de una unión fiscal a medio y largo plazo y sólo se habla ahora de reforzar la coordinación de las actuales políticas fiscales de los estados miembros.

3. Los problemas del actual Pacto de Estabilidad y Crecimiento

Ante este dilema político económico de la ZE existen dos opciones básicas: la primera es dejar a los mercados financieros y a las agencias de *rating* la tarea de disciplinar a los estados miembros que incurran en excesivos niveles de déficit y deuda, es decir, abandonarse a la disciplina de mercado. La segunda es introducir reglas fiscales por las que los propios estados miembros se auto impongan un corsé a sus políticas fiscales, que ha sido la opción que se eligió a través del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) en 1997.

Lamentablemente, el PEC no ha funcionado correctamente por la lógica de su propia concepción que tiende a producir graves problemas de conflicto de interés. La Comisión Europea (CE), en conjunción con Eurostat es la que instruye los expedientes de déficit excesivo,

pero la última decisión la tienen los propios estados miembros ya que mantienen su soberanía fiscal de la que no han cedido un ápice, al menos hasta ahora. Dicha decisión es tomada, tras ponderar las recomendaciones de la CE sobre dicho déficit, lo que se llama procedimiento de déficit excesivo (PDE), por mayoría cualificada, tanto sobre la existencia o no de un déficit excesivo en un determinado estado miembro como sobre las sanciones y multas a aplicarle en su caso.

Es decir, este tipo de gobernanza y de votación en el PEC es una contradicción en términos ya que los mismos estados miembros que incurren en déficit excesivo, según las recomendaciones de la CE, son los que tienen que votar si de verdad lo tienen o no y además por mayoría cualificada. Este sistema genera incentivos para resultar en una situación de connivencia, en la que adopten una actitud de colaboración entre ellos (hoy voto que no has incurrido en déficit excesivo si mañana tú votas que yo tampoco he incurrido).

Además, al ser sus decisiones por mayoría cualificada, cuando los estados miembros más grandes son los que incurren en déficit excesivo es muy difícil o imposible que se alcance un acuerdo condenatorio de su déficit excesivo por el peso de su mismo poder de voto (o de veto) en el total. Por ejemplo, en 2001 se votaron sanciones a dos estados miembros pequeños pero en 2003 no pudo alcanzarse una mayoría suficiente para sancionar a Alemania y Francia ya que conjuntamente representan el 48% del total de la ZE, lo que además genera un mayor incentivo a que otros países dejen de cumplir el PEC, por el agravio comparativo que pueden generar sus decisiones.

Ante esta tensa situación entre los estados miembros, el PEC fue modificado en 2005, pero no se cambió un ápice el sistema de votación por mayoría cualificada por el que continúa hoy el sistema por el que los mismos que han podido delinquir son asimismo los jueces que deciden si ellos mismos han delinquido o no, es decir, perpetúa el enorme conflicto de interés que permanece igual que antes. Otro problema que sigue sin arreglarse tras dicha reforma es el la distinción entre choque de demanda y choque de oferta a la hora de determinar el origen de su problema de su expansión fiscal excesiva. En el caso de déficit excesivos, provocados por un choque de demanda, como el actual, se debería permitir mantener el déficit por más tiempo mientras que en el caso de un choque de oferta, como el del petróleo en 1974 y 1979, el déficit debería ser corregido de inmediato. Lamentablemente se aplica la misma regla a ambos.

En todo caso, la evidencia más clara de que el PEC no ha funcionado es que ha permitido que Grecia, que entró en la ZE en 2002, llegue a acumular un déficit del 13,6% del PIB, más de cuatro veces superior al límite fijado por el PEC (3% del PIB) y una deuda del 115,1% del PIB, casi dos veces mayor (60% de su PIB) que la considerada como sostenible a largo plazo.

Un ejemplo de hasta donde ha llegado esta situación fiscal de Grecia es el siguiente. Se ha estimado que, para el promedio de los estados miembros de la ZE, cada caída del PIB de 1 punto porcentual, produce un incremento del déficit fiscal de 0,5 puntos porcentuales



de PIB, suponiendo, como es lógico, que los estabilizadores automáticos (seguridad social) reaccionan pasivamente a la caída del PIB. Partiendo de este supuesto, si en algún momento Grecia tuvo un déficit cero, tendría que haber experimentado una caída de su PIB real de 6 puntos porcentuales para poder haber superado el límite de déficit del 3% y otra caída del PIB de otros 21 puntos porcentuales añadidos al los anteriores para alcanzar su déficit actual del 13,6% de su PIB.

4. La crisis ha puesto a prueba la gobernanza de la Zona Euro

La evidencia más contundente de que la ZE no ha sabido o no estaba preparada para hacer frente a una contingencia fiscal como la de Grecia es que, tras conocer por fin la verdadera situación fiscal de Grecia, gracias a que su nuevo primer ministro Yorgos Papandreou la destapó al ganar las elecciones en Octubre de 2009, es que ha tardado unos seis meses en tomar una decisión sobre ella.

Primero, no dejó que el FMI hiciese su labor cuando intentó acudir en ayuda de Grecia (uno de sus 150 miembros) para someterla a un programa de contracción fiscal y, como hace con la mayoría de los países en los que interviene, un año más tarde, y si Grecia responde adecuadamente, ayudarla a organizar una reestructuración ordenada de su deuda. Si al FMI se le hubiese permitido entonces haber hecho su labor, para la que está mejor capacitado que nadie, no hubiera llegado a una situación tan caótica como la actual, de desconfianza de los mercados, de contagio a otros países y de mínima credibilidad sobre la forma operativa de funcionamiento y, en última instancia, de la gobernanza de la ZE.

Segundo, como en el caso del “perro del hortelano”, además de no dejar intervenir al FMI, pasó el tiempo y la propia ZE no hizo nada para solucionar el problema griego que iba acumulándose y creando incertidumbre por no actuar rápido. En un principio, se pensó que bastarían con 30.000 millones de euros, luego con 45.000 millones de euros y finalmente, más de seis meses después de que Grecia destapara su situación fiscal real, tras meses sin ponerse de acuerdo y tras un enorme contagio de la crisis de deuda de Grecia a Portugal y España, se acordó, a las 2 de la madrugada del lunes 3 de mayo de 2010, un paquete de 750.000 millones de euros.

De esta cifra, 25 veces más elevada de la inicialmente prevista, 60.000 millones de euros se destinaban para que la Comisión pudiera tener una respuesta inmediata que ella misma tiene que financiar en los mercados. Otros 450.000 millones de euros se destinaban a la creación de un Fondo de Estabilidad Europeo (FEE) para actuar si la crisis se contagiaba a otros países, que tenían que ser captados en los mercados por dicho fondo con la garantía conjunta de todos los estados miembros de la ZE. Finalmente otros 240.00 millones de euros más que el FMI aportaría en su caso para ayudar a los países afectados. La razón de tal apre-

suramiento final fue que se esperaba que el lunes 10 de Mayo fuera a ser un Lunes Negro como el martes negro de la Gran Depresión o lo que es lo mismo, sólo se actuó cuando los líderes de la ZE “vieron las orejas al lobo”, en este caso, el mercado, que al final ha impuesto su dura y más cara disciplina.

La principal razón del retraso en la actuación ante la crisis de Grecia y de la improvisación resultante, es que la ZE no disponía de ningún fondo de contingencia y estabilidad para hacer frente a estas situaciones de emergencia porque los estados miembros no han estado en ningún momento dispuestos a financiarlo previamente y a tenerlo dispuesto. Por ello han tenido que ponerse de acuerdo a toda prisa en establecer dicho fondo, pero apelando directamente a sus contribuyentes (es decir, votantes) en medio de una fuerte recesión y para salvar a un estado miembro que había engañado a los demás sobre su situación fiscal durante años, lo que parecía ser una misión imposible.

Al final, cuando los mercados financieros han constatado que el PEC no funcionaba y que no existía un fondo de emergencia para estas situaciones extremas en un estado miembro, han decidido disciplinar ellos mismos a la ZE y a sus estados miembros por su falta de previsión y de gobernanza financiera y fiscal, y estos se han visto obligados a tomar decisiones drásticas auto imponiéndose durísimas contracciones fiscales y creando un fondo, también exagerado, de ayuda financiera a los estados miembros más contagiados, todo ello incluso a sabiendas de que estas decisiones eran muy arriesgadas desde el punto de vista electoral. Y no sólo eso, el Banco Central Europeo ha tenido que rondar la prohibición del Tratado de la Unión, de no monetizar la deuda, comprometiéndose a comprar en los mercados (a través de terceros y esterilizando el valor de sus compras) deuda de los países que han estado más afectado por esta crisis de deuda.

Por último, en este momento la ZE se encuentra con dos serios problemas. El primero es que el PEC no sólo no ha sabido evitar la crisis de Grecia sino que tampoco ha podido impedir que el déficit consolidado del sector público de la ZE haya pasado de un déficit del -0,6% del PIB en 2007 a otro del 7% del PIB en 2010 y que la deuda promedio de la ZE haya pasado del 66% del PIB en 2007 al 88% en 2010 (sin incluir los pasivos contingentes en pensiones y en salud derivados del envejecimiento de la población).

El segundo es que la política monetaria única del BCE ha ayudado a ampliar los desequilibrios macroeconómicos existentes entre los estados miembros de la ZE al aplicar los mismos tipos de interés a estados miembros con diferenciales de productividad, inflación y crecimiento muy elevados, que están afectando seriamente a su funcionamiento eficiente. Se ha pasado de una situación, en 1999, en la que los saldos por cuenta corriente de los estados miembros de la ZE estaban relativamente equilibrados, a otra, en 2007, en la que los superávits por cuenta corriente de unos estados han alcanzado el 7% del PIB y en la que los déficit de otros han aumentado de un 3,5% en 1999 al 9,7% del PIB en 2007.



5. ¿Cómo puede reforzarse el marco fiscal de la Zona Euro?

Está claro que, independientemente de que el Fondo Europeo de Estabilidad sea más o menos eficiente a la hora de actuar ahora o cuando surja la próxima crisis de deuda o de competitividad, la Zona Euro tiene que hacer un esfuerzo por consolidar y hacer más creíble su marco fiscal actual y coordinar en mayor medida sus políticas fiscales, sabiendo de antemano que no se va a conseguir que sus países miembros cedan soberanía fiscal a un Tesoro Europeo o acepten un nuevo sistema de federalismo fiscal, como hizo ya hace más de un siglo Estados Unidos, tras una cruenta guerra civil, lo que sería la decisión más óptima a largo plazo. ¿Cuáles son las opciones que quedan para mejorar dicho marco?

5.1. Un nuevo Pacto de Estabilidad y Crecimiento

Es muy necesario establecer un PEC nuevo y más eficiente que realmente aplique la disciplina fiscal necesaria a sus estados miembros y pueda recuperar su credibilidad ante los mercados financieros y ante el mundo en general tras su patente fracaso en esta crisis. Sus reglas tienen que ser más creíbles.

Para ello, en primer lugar, sus reglas fiscales tienen que ser no sólo más creíbles sino también más fáciles de imponer y de entender. Las actuales reglas se centran en los déficit estructurales, es decir a lo largo del ciclo, lo que es realmente complicado ya que hay que calcular, para cada estado miembro, la brecha entre su producción actual y su producción potencial (su *output-gap*) lo que es extremadamente complejo de computar y aplicar dando lugar a que algunos estados miembros lleguen a tener mayores déficit de los necesarios mientras a otros les ocurre lo contrario. Sería más simple volver a los déficit simples y no estructurales, pero existe una alternativa mejor.

Sería preferible utilizar como regla la deuda que es un stock, al déficit que es un flujo. Naturalmente, no es lógico comparar la deuda con el PIB porque la deuda es un *stock* y el PIB un flujo anual, por lo que sería mejor utilizar la deuda neta, es decir restando los pasivos totales de los activos totales de cada estado miembro. Asimismo, hay que ponderar la deuda con la capacidad a largo plazo del estado miembro para generar ingresos fiscales. En definitiva, el criterio fundamental del PEC debería ser la deuda neta sostenible a medio y largo plazo de cada estado miembro. La deuda neta sostenible como regla base tiene varias ventajas:

- Por un lado, premia, dando más margen de maniobra en sus déficit, a los países que han sido más prudentes en el pasado y que han seguido políticas fiscales más sostenibles a largo plazo. Que es lo contrario de lo que ha sucedido ahora en que se han intentado contener los déficit sin tener en cuenta los niveles de deuda, con lo que se ha premiado relativamente a los estados miembros que tenían mayores

niveles de deuda. Cuando se está, como ocurre ahora, sufriendo una crisis financiera sin precedentes, la regla basada sobre la deuda neta es todavía más adecuada ya que una deuda reducida frente a la de la mayoría de los demás estados miembros, como la de España debe de tener un tratamiento de contracción fiscal más razonable que el de otros estado con una deuda mucho mayor.

- Por otro lado, este cambio hay que hacerlo al tiempo que se otorga un período de transición temporal a aquellos estados miembros que tienen un mayor nivel de deuda para que vayan reduciéndola a través de menores déficit y mayores superávit primarios anuales. De un lado, aquellos estados miembros que son menos desarrollados y tienen unas mayores tasas de crecimiento y un mayor potencial de convergencia pueden llegar a tener mayores niveles de deuda sostenible que los que son más maduros, están envejeciendo más y tienen menores tasas de crecimiento, en los que sus pasivos futuros contingentes son mayores. De otro, los estados miembros más grandes, que pueden llegar a producir mayores externalidades negativas en el resto en caso de su crisis fiscal, ya que sus bonos han sido comprados en buena parte por el resto de los estados miembros de la ZE, deben de ser sometidos a mayores restricciones de niveles de deuda que otros.

Asimismo, en el PEC tiene que haber un sistema independiente no sólo de evaluación (que ya lleva a cabo la Comisión Europea) sino también y sobre todo de hacer cumplir las reglas, es decir, un sistema totalmente diferente y contrario al actual. Esto puede conseguirse de dos formas alternativas. Una es con reglas fijas que se aplicarán automáticamente a cualquier estado miembro que las incumpla sin necesidad de que los propios estados miembros voten. La otra es permitir que la Comisión Europea además de iniciar los procedimientos para del déficit excesivo pueda luego aplicarlos o incluso imponerlos con independencia de los estados miembros. Esta segunda alternativa es mucho más difícil de aplicar ya que los estados miembros son todavía soberanos desde el punto de vista fiscal y no van a dejar que la CE les sustituya, mientras que la primera opción es más fácil de que la acepten ya que serían los mismos estados miembros los que aprobarían que dichas reglas fueran de aplicación automática.

- Por último, la experiencia pasada demuestra que imponer multas a los estados miembros que exceden los niveles de deuda no solo no es ineficiente sino contraproducente porque tienden a aumentar sus niveles de deuda haciendo todavía más difícil que cumplan los criterios de deuda neta sostenible a medio y largo plazo. Sería preferible imponerles contracciones fiscales o retenerles fondos europeos o suspender sus derechos de votos en las decisiones del Eurogrupo. Pero esta decisión requeriría una modificación del actual Tratado de la Unión, lo que es incierto que pueda proponerse, y que cuyo *referendum* sea aprobado por todos los países de la Unión.



5.2. Un nuevo mecanismo de resolución de crisis de deuda

La ZE ha dado una gran prioridad a la introducción de mecanismos de prevención de crisis de deuda de los estados miembros (sin éxito aparente), pero no ha pensado en un mecanismo de resolución de las crisis cuando estas al final ocurren, como en otros países y regiones, con un sistema transparente de reestructuración de su deuda con sus acreedores. Es similar a la prevención de incendios que si ocurren tiene que haber una brigada de bomberos que los apaguen rápidamente y con el menor daño posible.

Lo importante es tener ambos mecanismos, por un lado, el de prevención, que es decisivo, con un PEC renovado, con el recién aprobado Fondo Europeo de Estabilidad (FEE), con programas de reducción de deuda que sean creíbles, aplicando duras condiciones y por otro el de actuación rápida si la crisis llega a ocurrir, con un nuevo sistema de reestructuración de sus deudas que sea transparente, conocido por los mercados financieros y por los acreedores y que entre en funcionamiento inmediatamente que ocurra una situación financiera que lo necesite, tras haber mejorado su situación deudora con un programa de condicionalidad apropiado para que sea creíble.

La ZE no debe nunca decir, como ha dicho, que sus estados miembros no pueden suspender pagos a menos que tenga una unión fiscal o una unión política, sea federal o confederal, además de la unión monetaria, situación que todavía no está ni siquiera en el radar de los estados miembros. Por ello, necesita, de un lado, asegurar a los mercados financieros que van a respetarse siempre las cláusulas de no rescate y de no monetización de la deuda por el BCE, de otro, que los estados miembros con dificultades financieras serán animados a pedir ayuda financiera al FMI bajo fuertes condiciones en términos de reformas fiscales y estructurales y, finalmente, permitir que un estado miembro reestructure su deuda en un determinado momento por necesidad y tras haber hecho un esfuerzo impuesto por su programa de ayuda y condicionalidad.

Si la ZE hubiera dejado desde el primer momento que el FMI ayudara a Grecia, le aplicase un programa con severas condiciones como impone a todo país al que ayuda, los mercados financieros no hubiesen puesto en duda la gobernanza de la Zona Euro o incluso la viabilidad del euro (lo que demuestra que los mercados ante la incertidumbre pueden llegar a conclusiones tan absurdas como esta última) no hubiera habido contagio a otros estados miembros en mejor situación fiscal y ahora estaría Grecia reestructurando su deuda con sus acreedores como algo natural.

5.3. Una nueva regla de sostenibilidad fiscal en cada Constitución

Si los estados miembros siguen negándose a ceder soberanía fiscal a un tesoro común de la ZE, como ocurre hoy, existen dos alternativas temporales hasta que más adelante cambien su postura (lo que llevará probablemente décadas a no ser que nuevas crisis azoten la ZE por que sus instituciones siguen sin funcionar eficientemente) para poder recuperar la credibilidad de los mercados y evitar crisis mayores.

La primera sería que cada país estableciera su propia regla de sostenibilidad fiscal en su Constitución como ha hecho Alemania y tiene pensado hacer Francia. Dichas reglas no tienen porque ser iguales en todos los países dado que las situaciones fiscales y económicas (y también políticas) no son las mismas en todos ellos, pero tienen que ser lo suficiente flexibles y bien ajustadas y calculadas para que sean muy creíbles como reglas que aseguran la sostenibilidad fiscal a medio y largo plazo.

Esta alternativa sería similar a la que aplica en Estados Unidos el gobierno federal a sus estados miembros, a los que permite suspender pagos y reestructurar sus deudas, pero para evitar que haya la tentación de que lo hagan a menudo, les impone una regla de equilibrio presupuestario, que afecta a una buena parte de su presupuesto y que no suele aplicarse anualmente sino más bien cada dos años ya que, en determinados casos en los que alcanzan un déficit por sufrir un choque asimétrico, pueden arrastrarlo al año siguiente, pero no más.

Ahora bien, al existir un presupuesto federal del 25% del PIB (frente al 1,1% del PIB en la UE), en Estados Unidos el gobierno federal tiene recursos para evitar dichas situaciones de impago de deuda por parte de sus estados miembros ya que si uno de ellos sufre una fuerte caída de sus ingresos fiscales (lo que ha ocurrido en 2009 en 48 de sus 50 estados) el presupuesto federal sigue haciéndose cargo del pago de toda su seguridad social, de casi todos sus gastos de sanidad y de algunos de sus servicios públicos (que son todos ellos federales) y además puede hacerle unas transferencias de fondos temporales para superar su recesión y evitar dejar de pagar su deuda.

Por el contrario, en el caso de la ZE, si Grecia se encuentra en una situación similar, al ser un estado miembro, soberano desde el punto de vista fiscal, no recibe ninguna transferencia especial ni el presupuesto de la unión se hace cargo de sus estabilizadores automáticos. De ahí que, mientras esto ocurra, Grecia debería auto imponerse una regla fiscal en su constitución para evitar llegar a su situación actual y que le dé una mayor credibilidad de cara al futuro.



5.4. Un nuevo Euro Bono Común

La segunda alternativa fundamental, perfectamente compatible con la anterior y que reforzaría todavía más la credibilidad de la ZE, sería la emisión por parte de la ZE de un bono común en euros garantizado conjuntamente por todos sus estados miembros. Este bono común ayudaría a evitar crisis futuras de deuda de países miembros, les impondría una mayor disciplina, atraería un mayor número de inversores a la deuda soberana de la ZE, lanzaría una señal a los mercados financieros mostrando que los estados miembros pueden hacer algo juntos en materia fiscal, aumentaría todavía más las emisiones totales de los estados miembros de la ZE que han aumentado ya un 75% frente a 1999, reduciría o anularía el reciente aumento de los *spreads* entre estados miembros y en general y reforzaría el papel internacional del euro como divisa alternativa al dólar de Estados Unidos.

Además, la decisión tomada el día 9 de mayo sobre el Fondo de Estabilidad Europea de 440.000 millones de euros, ha establecido ya las bases legales necesarias para emitirlo y que dicho FEE va a financiarse emitiendo deuda en los mercados financieros internacionales con la garantía conjunta de los estados miembros de la ZE que es exactamente el requisito previo que necesitaría el Euro bono común.

La opción de un solo emisor de euro bonos de la ZE tiene dos ventajas para los inversores: una ventaja muy clara y casi gratuita y otra muy probable. La primera viene dada por poder obtener una mayor liquidez ya que, con ella se crearía uno de los mercados más grandes y líquidos de bonos del mundo con lo que el coste medio de emitir dichos bonos sería mucho más bajo ya que existe una elevada correlación entre el aumento de la liquidez y el menor *spread* del bono emitido. El efecto de esta mayor liquidez se materializa independientemente de si el bono está garantizado por una garantía conjunta de los países miembros de la ZE o de si cada país garantiza un tramo del bono. Dicha liquidez deviene todavía más importante para el precio del bono en tiempos de crisis como la actual, en el que los *spreads* aumentan más que proporcionalmente por la menor liquidez existente en cada uno de los mercados de los estados miembros.

Una de las razones por la que el bono alemán tiene el *spread* más bajo de todos es que es el que tiene un mercado más líquido, independientemente de su menor probabilidad de suspensión de pagos. Por ello, al aumentar la liquidez del mercado agrupándolo, incluso Alemania podría salir beneficiada ya que mientras que el mercado de bonos de Estados Unidos es de unos 6 billones (europeos) de dólares, el de bonos de la ZE es de unos 4 billones de euros, mientras que el alemán es de sólo 1 billón de euros aproximadamente. Es decir, concentrar todas las emisiones en una sola, produciría una gran ventaja de reducción de los *spreads* medios que no costaría nada, es decir, sería un *free lunch*.

La segunda ventaja viene dada por su mayor diversificación. El bono soberano en euros de un emisor único mejora de tal manera la diversificación para el inversor en 16 estados miembros diferentes que una garantía común por parte de todos ellos implicaría que

todos podrían salir ganando, aunque algunos, los que tienen una menor capacidad de pago, ganarían más que los otros, es decir, los que tienen una elevada capacidad de pago de su deuda y una baja probabilidad de default. Sin embargo, es muy difícil determinar la ganancia neta de unos y otros. Pero, en todo caso, no hay que olvidar que, los costes para aquellos que son transferidores netos son bastante menores con un bono comúnmente garantizado que la alternativa posible, es decir, los de verse obligados a tener que rescatar a un país miembro de una situación cercana al *default*.

El único problema (o quizá también ventaja) que plantea la garantía común de dichos bonos es que podría debilitar la disciplina que imponen los mercados financieros sobre los países que menos controlan sus déficit y su deuda. Pero este problema podría ser resuelto, aprovechando que dichos países son los que más salen ganando, para introducir unas reglas mucho más duras en el PEC para aquellos países que no controlan de forma adecuada su déficit y su deuda como ya se ha señalado más arriba. De no ser así, habría finalmente que separar dichos euro-bonos en tramos senior y junior correspondientes a unos y otros países lo que podría reducir las dos grandes ventajas anteriormente citadas.

Finalmente, el emisor de los euro-bonos podría ser el Banco Europeo de Inversiones y la garantía podría ser conjunta o cada país garantizando de acuerdo con su participación relativa actual en su capital. También podría serlo la Comisión Europea, aunque sería bastante más complicado y complejo que si fuese el BEI. La mejor opción sería la creación de una Agencia Emisora de bonos de la ZE que emita dichos bonos lo que podría ser el embrión de un futuro Tesoro de la ZE. En última instancia, otra alternativa sub-óptima, podría dejarse que fuesen los mismos tesoros nacionales los que emitiesen dichos euro-bonos soberanos directamente (en lugar de los suyos nacionales) sabiendo que están garantizados por todos los países miembros de la ZE.

Algunos economistas piensan que la emisión con garantía conjunta de un euro bono podría plantear problemas de riesgo moral entre unos estados miembros y otros y que, por lo tanto, dicho bono debería estructurarse con una tramo senior y uno junior para evitarlo. Pero lo mejor es que, llegado dicho caso, todos los estados miembros tendrían que estar representados en ambos tramos. Otros economistas piensan, que al menos al principio, sólo debería emitirse deuda con el respaldo de todos los estados miembros de acuerdo con los tramos de su deuda que se encuentran por debajo del 60% del PIB, dejando los tramos por encima para la emisión de otro bono más junior y con mayor spread. En cualquier caso, la racionalidad del nuevo Euro Bono está basada en que la mayor liquidez y la mayor diversificación son un “almuerzo gratuito” o *free lunch* que abarata las emisiones de deuda en cualquier caso.



5. Conclusiones: reformas estructurales

Como se ha señalado más arriba, la ZE también ha aumentado notablemente sus desequilibrios macroeconómicos entre sus países miembros por aplicar una política monetaria única a estados miembros con diferentes situaciones de productividad, inflación y crecimiento, con lo que la política monetaria única ha sido demasiado estricta para los estados miembros con bajo crecimiento y baja inflación y demasiado laxa para los estados miembros con alto crecimiento e inflación, independientemente del crecimiento de su productividad que también ha sido diferente. Los estados miembros con alta productividad, menor crecimiento y baja inflación, como Alemania y Francia, pero especialmente el primero han tendido a mostrar superávit por cuenta corriente y los demás han tendido a mostrar elevados déficit por cuenta corriente.

Ante esta situación, las políticas macroeconómicas tanto monetaria como fiscal no funcionan, ya que los problemas de los países con elevados déficit corrientes son fundamentalmente microeconómicos que son los que determinan su menor tasa de productividad y su mayor tasa de inflación que los que tienen superávit y por lo tanto, estos problemas tienen que ser atacados con reformas estructurales. Estas reformas tienen que aplicarse tanto a los mercados de factores de producción (trabajo, capital físico y humano e I+D+i) como a los mercados de productos y servicios, en los que existen rigideces que hay que eliminar y que requieren una fuerte adaptación a un mundo globalizado y muy competitivo que requiere mayor flexibilidad en dichos mercados sin por ello perder seguridad.

Por lo tanto, hay que volver a revitalizar los objetivos de Lisboa, que no se están cumpliendo y que son necesarios para el futuro competitivo, de estabilidad y crecimiento de la ZE. Si no se afrontan conjuntamente por todos sus estados miembros este tipo de reformas, lo que facilitaría su puesta en práctica a hacerlas todos los estados miembros al mismo tiempo, el futuro de la ZE y del euro será incierto, no por los problemas fiscales y financieros, que son coyunturales, sino por los problemas de la economía real que no es suficientemente competitiva. Aquí el dilema de la ZE y sus estados miembros es ser competitiva bajando salarios y costes o ser competitiva aumentando la productividad y la innovación. La primera opción es inviable tanto económica como políticamente y además no tiene ningún futuro ya que no es sostenible. La segunda opción es la única posible.

En la ZE con una moneda única, la única forma de recuperar la competitividad de los estados miembros con menor competitividad es haciendo una devaluación de su tipo de cambio real, ya que el nominal no existe al existir una moneda común. Dicha devaluación sólo puede conseguirse haciendo que durante varios años sus costes salariales y sus márgenes empresariales aumenten a un ritmo menos que el de la media de la ZE y que su productividad crezca varios años seguidos por encima del promedio de la ZE. A esta devaluación real puede ayudarse reduciendo los costes salariales bajando las contribuciones empresariales a la seguridad social y compensándolas con un incremento de los impuestos indirectos tanto

el IVA como los especiales. Naturalmente, es mucho más eficiente intentar sólo aumentar la productividad para reducir la brecha competitiva que reducir los salarios para conseguirlo, de ahí la importancia de atacar las rigideces en ambos mercados que son las que en definitiva reducen la competitividad.

Finalmente, al mismo tiempo que los estados miembros con menor competitividad y mayores déficit externos por cuenta corriente hacen sus necesarias reformas estructurales, los estados miembros con mayor competitividad y elevados superávit externos por cuenta corriente deben de ayudar a los anteriores. Por un lado, promoviendo y estimulando su demanda interna tanto de inversión, mediante una reducción de los impuestos directos sobre los beneficios de las empresas, como el consumo, reduciendo los impuestos que gravan las rentas de las familias. Por otro, estimulando su consumo mediante reducciones de impuestos indirectos tanto IVA como especiales. Solo llevando a cabo esta estrategia puede conseguirse una reducción muy sustancial de los desequilibrios internos que hoy sufre la ZE.

No hay que olvidar que, dado que la balanza por cuenta corriente de la ZE en su conjunto está hoy en 2010 prácticamente en equilibrio (+0,2% del PIB), la ZE puede considerarse una economía cerrada en la que, por definición, los superávit por cuenta corriente en porcentaje de su PIB de Alemania (+6,1%), de Holanda (+5,7%), de Finlandia (+1,4%) y de Bélgica (+0,5%) se han logrado a costa de los déficit por cuenta corriente de España (-5,2%), Italia (-2,9%), Francia (-1,8%), de Portugal (-10%), de Grecia (-10,8%) y de Irlanda (-2,7%). Los culpables de estos desequilibrios por cuenta corriente, dentro de la ZE, son tanto los primeros como los segundos y por mucho esfuerzo que hagan éstos últimos para equilibrarlos devaluando su tipo de cambio real no lo conseguirán si los primeros no revalúan al mismo tiempo el suyo, ya que su suma tiene que seguir dando cero. Sólo puede resolverse mediante la cooperación entre unos y otros países miembros.