



# UN NEW DEAL PARA EUROPA CRECIMIENTO, EURO, COMPETITIVIDAD

**Michel Aglietta**  
**Thomas Brand**



La Universidad  
de **postgrado**  
del Estado

traficantes de sueños







© ODILE JACOB, 2013

© IAEN, 2014

Licencia Creative Commons: Reconocimiento-NoComercial-SinObraDerivada 4.0  
Internacional (CC BY-NC-ND 4.0)

**Primera edición:** 1000 ejemplares, enero de 2015

**Título:** Un *New Deal* para Europa

**Autor:** Michel Aglietta y Thomas Brand

**Traducción:** Ana Useros Martín

**Maquetación y diseño de cubierta:** Traficantes de Sueños [taller@traficantes.net]

**Dirección de colección:** Carlos Prieto del Campo y David Gámez Hernández

**Edición:**

**IAEN-INSTITUTO DE ALTOS ESTUDIOS NACIONALES DEL ECUADOR**

Av. Amazonas N37-271 y Villalengua esq.

Edificio administrativo, 5to. piso. Quito - Ecuador

Tel: (593) 2 382 9900, ext. 312

www.iaen.edu.ec

editorial@iaen.edu.ec

**Traficantes de Sueños**

C/ Duque de Alba, 13. C.P. 28012 Madrid.

Tlf: 915320928. [e-mail:editorial@traficantes.net]

**Impresión:** Cofás artes gráficas

**ISBN 13:** 978-84-943111-0-9

**Depósito legal:** M-36659-2014

Título original: *Un New Deal pour l'Europe*,  
ODILE JACOB, 2013.

# UN *NEW DEAL* PARA EUROPA

CRECIMIENTO, EURO, COMPETITIVIDAD

MICHEL AGLIETTA  
THOMAS BRAND

ANA USEROS MARTÍN  
(TRADUCTORA)

prácticas **c**onstituyentes



traficantes de sueños



# ÍNDICE

<b>Agradecimientos</b>	13
<b>Introducción. La conjunción europea</b>	15
<b>Capítulo 1. Los antecedentes del euro</b>	19
1. Raíces y principios del ordoliberalismo	20
Las raíces del ordoliberalismo	20
Los principios del ordoliberalismo	24
2. Fundamentos teóricos de las uniones monetarias	27
El enfoque positivista de las zonas monetarias óptimas y sus atolladeros	27
La economía política de las uniones monetarias en la concepción de los regímenes monetarios internacionales	31
3. El largo camino hacia la unión monetaria europea	36
Los informes que fundaron el paradigma de la unión monetaria	38
Éxitos y fracasos del sistema monetario europeo	41
El accidentado camino hacia la unión monetaria tras las crisis del SME	45
<b>Capítulo 2. La instauración del euro y sus efectos</b>	47
1. La dinámica de la deuda, causa principal de las crisis	49
La deriva generalizada del endeudamiento	49
Contra el postulado de la eficiencia fuerte: la hipótesis de la inestabilidad intrínseca de las finanzas	54
Diferentes modos de coordinación	57
Precio de los activos y endeudamiento: la pareja infernal	59
Burbuja especulativa y crisis bancaria sistémica	62
La red de las contrapartes	64
Apalancamiento de financiación, riesgo de contrapartida y prestamista en última instancia	64
2. La gran divergencia de las economías y la gran deriva de la deuda privada en la zona euro	65
Dinámica financiera y fracaso de la Estrategia de Lisboa	66
¿Es la zona euro algo más que un sistema monetario internacional de cambio fijo?	68
Convergencia financiera, divergencia real ante la crisis: el fiasco de la gobernanza política	74
La polarización industrial: el fracaso más decisivo de la unión económica y monetaria	84

<b>Capítulo 3. El impacto de la crisis financiera sobre la zona euro (2007-2010)</b>	91
1. Deflación de balance y riesgos sobre la economía	92
Caída de los activos e imperativo de desendeudamiento privado	92
El riesgo de caer en una trampa de liquidez	96
2. Los cambios en la conducta de la política monetaria	101
Nuevas políticas monetarias	101
Los efectos de las políticas monetarias no convencionales	104
3. Las políticas presupuestarias de reactivación	108
Los diferentes planes de reactivación	108
Las condiciones para la eficacia de los planes de reactivación	109
El impacto de la política presupuestaria en recesión	115
<b>Capítulo 4. Una sucesión de errores políticos y económicos a partir de 2010</b>	119
1. Un saneamiento demasiado timorato de los balances bancarios	120
Las experiencias de gestión de la crisis bancaria en la década de 1990	121
La gestión de la crisis financiera actual a la luz de las experiencias pasadas	125
2. La extensión de la crisis griega	128
Riesgo de liquidez y riesgo de solvencia	128
Romper el círculo vicioso entre riesgo soberano y riesgo bancario	130
3. La sostenibilidad a largo plazo de las finanzas públicas	134
Los efectos perversos de un ajuste presupuestario demasiado rápido	134
El error de 1937 en Estados Unidos	135
Diferentes factores de reducción de la deuda pública	144
<b>Capítulo 5. ¿Qué unión política para la zona euro?</b>	153
1. Una nueva situación institucional	155
El vínculo necesario entre moneda y deuda pública	156
La reforma institucional atañe en primer lugar a la unión presupuestaria	159
El problema de la unión política europea bajo el prisma de la ley fundamental alemana	164
2. Redefinir la misión del Banco Central Europeo	167
La revisión de la doctrina monetarista	167
El BCE debe convertirse en un banco central de pleno ejercicio	170
3. Atreverse a la unión bancaria	175
El BCE es el supervisor natural de los intermediarios financieros sistémicos	177
La unión bancaria depende de manera crucial de un sistema único de garantía de depósitos	179
Centralizar la resolución de las quiebras bancarias y hacer que los bancos se concentren en su oficio	184
¿Cómo plantear la transición?	187

4. Instituir la unión presupuestaria y emitir los eurobonos	189
Virtudes y trampas de las reglas presupuestarias	190
¿Por qué y cómo emitir los eurobonos?	196
<b>Capítulo 6. ¿Qué modelo de crecimiento para Europa?</b>	203
1. Competitividad y crecimiento	206
Problemas teóricos vinculados a la noción de competitividad de las naciones	206
Consecuencia: nueva apreciación de los problemas de competitividad en Europa	209
Consolidación de las deudas públicas y competitividad	212
2. Crecimiento e innovación	215
Las olas de innovaciones y los cambios en el modo de crecimiento	216
El papel de la circulación de los conocimientos, del impulso público y de la organización del I+D en la renovación de las ventajas comparativas	220
3. El desarrollo duradero: nueva frontera del crecimiento para Europa	227
Los fundamentos de una política industrial de crecimiento sostenible	232
El contenido de una política industrial de crecimiento sostenible	238
Financiar las inversiones a largo plazo vinculadas al desarrollo duradero	241
<b>Conclusión. Alegato por la valentía política</b>	249
<b>Bibliografía</b>	253







# AGRADECIMIENTOS

Este libro se ha beneficiado de una investigación previa de los autores destinada a un informe redactado por un grupo de trabajo constituido por el Institut Caisse de Dépôts pour la Recherche y dirigido por Isabelle Laudier. Este informe, titulado *Finance publique: l'épreuve de vérité pour la zone euro*, se presentó en el transcurso de un coloquio celebrado el 4 de enero de 2012. Los demás autores del informe son Nil Bayik (CDC) y los componentes del equipo Ingenue del CEPII en aquel momento (Benjamin Carton, Dramane Coulibaly, Claire Loupías).

Los autores quieren agradecer a las personas que han releído los distintos capítulos: Nil Bayik, Bernard Barthalay, Mahdi Ben Jelloul, Baptiste Perrissin Fabert, Mouhamadou Sy. Agradecen también a Sophie de Salée (CEPII) su valiosa ayuda en la preparación del manuscrito para su publicación.



## INTRODUCCIÓN

# LA CONJUNCIÓN EUROPEA

AHORA ES DE buen tono decir que la crisis europea se encuentra en un «momento político». ¿Por qué? ¿Porque su dimensión financiera golpea a la deuda pública? ¿Porque ocupa todo el espacio del debate político? O, yendo al fondo de la cuestión, ¿porque revela una deficiencia insostenible de las instituciones de gobierno europeas? ¿Porque las divergencias económicas entre los países de la zona euro han alcanzado dimensiones insoportables? Sin duda es un poco por todo esto. Pero estas diferentes preguntas se subsumen en una pregunta más fundamental: ¿tiene aún la construcción europea un propósito que pueda ser compartido por los países miembros y legitimado por sus pueblos?

Este problema es tan inmenso que parece superar todo análisis. Sin embargo, fortalecidos por una investigación colectiva previa sobre las finanzas públicas en los países de la zona euro, elaborada por el Institut Caisse des Dépôts, vamos a abordar la cuestión por la vía de la economía política.

Como punto de partida se sitúan, por supuesto, los antecedentes del euro. El Tratado de Maastricht, que incluía la creación de una moneda única, redactado a lo largo del año 1990 bajo la presión de la unificación alemana y firmado en diciembre de 1991, se cerró entre Francia y Alemania en medio de una enorme ambigüedad. Este compromiso de circunstancias, destinado a anclar definitivamente a la Gran Alemania dentro de Europa, ha disimulado durante mucho tiempo que la unión monetaria debilitaba a Francia y reforzaba considerablemente la potencia económica de Alemania. Poco después, la crisis del sistema monetario europeo de 1992-1993 fue una señal premonitoria, ya que en la crisis de la zona euro verificada a partir de 2010 volveremos a encontrar muchas de las características de aquella primera sacudida.

Vamos entonces a empezar nuestra investigación con unos capítulos cuya finalidad es desvelar los factores profundos que explican el punto muerto en el que hoy se encuentra Europa. Como Alemania se ha convertido en el país eje, absolutamente imposible de soslayar para cualquiera que quiera reflexionar sobre los futuros posibles de Europa, es esencial

entender qué es la soberanía del pueblo en Alemania, cuáles son allí los valores fundamentales de la cohesión social y qué fines políticos persigue. Para ello hay que estudiar el ordoliberalismo alemán, que es una filosofía política diferente de la concepción francesa de la nación que surgió de la herencia revolucionaria. En esta divergencia radica un obstáculo para la superación federal de la impotencia actual de la gobernanza europea que es necesario no minimizar, porque es muy difícil, por no decir imposible, negociar un compromiso político que instaure un poder político europeo a partir de unos principios de legitimidad popular profundamente distintos.

Para comprender plenamente la necesidad de un avance en la línea federal, a pesar de que las tradiciones históricas estén ancladas en culturas diferentes, hay que comprender que todo nuestro drama actual procede de no haber asumido lo que implica la institución de una moneda común para un conjunto de países. En este libro mostraremos que el euro es una moneda incompleta. Es, sin duda, una moneda común a todos los ciudadanos en lo que atañe a las relaciones elementales de pago, pero es una moneda extranjera en todos los Estados de la unión. El euro es portador de una promesa de soberanía que hasta ahora no se ha satisfecho.

En primer lugar, vamos a exponer esta cuestión desde el plano teórico, repasando las teorías de las zonas monetarias llamadas óptimas, que plantean la cuestión no de la formación de una soberanía monetaria, sino del establecimiento de un régimen monetario internacional de tipos de cambio rigurosamente fijos. Estas teorías nos dicen que las uniones monetarias así concebidas son letales. Lo son porque la coordinación política indispensable para regular un espacio económico en el que varias naciones comparten una moneda se realiza mediante una concertación intergubernamental. Los Estados oponen sus libertades de elección, limitadas por los otros Estados, en un juego estratégico en el que persiguen hacer valer sus intereses nacionales. No se trata de pueblos que se asocian para instituir leyes comunes que se imponen sobre las leyes nacionales. El fracaso de tantos y tantos Consejos Europeos de jefes de Estado y de Gobierno para resolver la crisis o simplemente para impedir su amplificación después de que estallara en 2010, ilustra de forma dramática esta impotencia.

La cuestión que se plantea es pues la del federalismo mínimo necesario para convertir al euro en una moneda completa. El euro es a la vez una moneda muy incompleta desde el punto de vista de la soberanía monetaria y muy exigente para las políticas económicas de los países miembros. Por eso ha suscitado tantos conflictos de intereses. Estos conflictos alimentan peligrosos resentimientos en los países debilitados por la crisis contra lo que se percibe como arrogancia alemana. La línea analítica que nos acompañará a lo largo de estos capítulos abordará la definición de los principios de acción común en los ámbitos presupuestario, monetario y financiero

para así profundizar en el régimen monetario internacional que constituye la zona euro. Después de haber demostrado esta necesidad mediante el análisis de la crisis, abordaremos sin paños calientes la cuestión de las reformas institucionales en dos capítulos prospectivos que plantean las dos preguntas fundamentales: *¿qué unión política debe tener Europa?* *¿Qué modelo de crecimiento para Europa?*

Para intentar elaborar los principios que fundamentan el camino que deberíamos seguir, hay primero que comprender la naturaleza precisa de la crisis de la zona euro. ¿Por qué aquello que los burócratas de la Comisión Europea en la década de 1990 proclamaron que era el camino ideal para conseguir la convergencia económica de los países miembros se ha revelado ahora como un potente factor de divergencia? ¿Por qué la industria alemana se ha fortalecido tanto y el sur de Europa se ha desindustrializado? ¿Por qué las balanzas de pagos se han polarizado sistemáticamente sin que se haya manifestado ninguna fuerza de ajuste? Al responder a estas preguntas intentaremos no equivocarnos sobre el diagnóstico de la crisis de la deuda pública desencadenada en mayo de 2010 y, por lo tanto, evitaremos tomar el síntoma de los desórdenes a los que nos hemos enfrentado por la causa esencial de estos.

Olvidar que la situación económica está condicionada por el desendeudamiento generalizado de los agentes privados nos conduce a promover la austeridad generalizada y a experimentar sus efectos devastadores sobre la situación social de los países que sufren el paroxismo de la crisis financiera. Para explicar su carácter nocivo vamos a recurrir a los conocimientos teóricos y empíricos sobre la dinámica de la deuda pública. ¿Qué significa que las deudas sean sostenibles? ¿Cuáles son las estrategias que se deben implantar a lo largo del tiempo, teniendo en cuenta las enormes diferencias en las que se han sumido diversos países? ¿Cuál podría ser el sostén de la política monetaria? Al responder a estas cuestiones quizá podamos señalar los principios capaces de hacer de la zona euro el espacio de una moneda completa, provista de una gobernanza política duradera. Veremos que estos principios no solo atañen a la coordinación de las políticas presupuestarias, que debe alejarse de reglas predeterminadas y no contingentes. Conducen también a una renovación de las funciones del Banco Central Europeo para que así recupere el papel histórico de los bancos centrales, que es el de encargarse de la estabilidad financiera.

Si se pueden establecer principios de gobernanza viables para un espacio monetario europeo, entonces tendrá sentido retomar la cuestión de las finalidades. ¿Cuál es el fin común que legitimaría, para los pueblos de los países asociados, vivir juntos en la diversidad? No puede ser sino un proyecto de crecimiento duradero, que renueve el modelo social que adoptaron los países europeos al final de la Segunda Guerra Mundial.

En efecto, en aquel momento, Europa forjó un modelo de progreso social sobre la base de una asociación de naciones que deseaban erradicar definitivamente los conflictos armados en el continente. La prioridad era construir a partir de ese momento un nuevo contrato social. Hoy y en las décadas venideras, el modelo social deberá incluir el imperativo medioambiental, es decir, la incorporación en los objetivos económicos de las interdependencias ecológicas. Este proyecto de crecimiento vincula los distintos niveles de la decisión política: europea, nacional y regional. Debe concebirse de tal manera que reindustrialice los territorios abandonados y que desarrolle nuevos conocimientos para mantener la competitividad de los países europeos en la ola de innovaciones consecuencia de las constricciones naturales. Los dispositivos de decisión industrial, de reglamentaciones y de financiación son puntos clave de la construcción europea en la época que comienza ahora.

# 1

## LOS ANTECEDENTES DEL EURO

SEÑALAR QUE LAS cuestiones monetarias en Europa se organizan en torno a Alemania es ya una banalidad. Así ha sido desde hace más de cuarenta años, desde que el sistema de Bretton Woods comenzara su agonía con la devaluación de la libra esterlina en noviembre de 1967. A esto se le sumaron rápidamente las presiones especulativas contra el dólar, por lo que los bancos centrales del G10 se vieron forzados a abandonar la regulación del mercado del oro al precio de 34 dólares la onza. Al mismo tiempo, la onda expansiva de los acontecimientos de mayo de 1968 en Francia provocó la necesidad de una devaluación del franco francés y una revaluación del marco alemán en 1969, que fueron a su vez las causantes de las primeras perturbaciones de la política agraria común, que se basaba en un precio único de los cereales en los seis países fundadores del Mercado Común. Desde aquella época, la idea de una cooperación monetaria europea adquiere una expresión oficial con el memorándum de Raymond Barre, por aquel entonces comisario europeo.

El proyecto de la unión monetaria ha rondado pues el mundo de las «autoridades monetarias» desde treinta años antes de su realización en 1999. En realidad ha habido dos intentos. Uno de ellos, en 1970, adoptó el nombre de plan Werner, el nombre del primer ministro de Luxemburgo en aquel momento. El plan abortó sin que jamás se llevara a la práctica. El otro proyecto se inició mediante el plan Delors, en 1989. Su resultado fue la decisión solemne del Consejo Europeo, el 9 de diciembre de 1991, de preparar una unión monetaria. Entre esos dos momentos, la de 1970 fue la década del caos monetario: la gran inflación mundial azuzada por las dos crisis del petróleo, la bajada vertiginosa del dólar y la explosión del precio del oro, la dislocación de los tipos de cambio entre los países europeos y la seria amenaza de un retroceso de la integración comercial.

En ese momento se produce un marcadísimo cambio de actitud política en Alemania. Muy preocupado por el deterioro de la situación monetaria internacional y por el frenazo de la integración económica europea, el canciller de la República Federal de Alemania, Helmut Schmidt,

se convenció de que era necesario desvincular a las monedas europeas del dólar y crear una zona de estabilidad cambiaria entre ellas. Recluta el apoyo del presidente francés, Valéry Giscard D'Estaing, que comparte estas mismas inquietudes. El Sistema Monetario Europeo (SME) nace en 1978 por iniciativa de la famosa pareja franco-alemana.

Para comprender cómo y por qué se ha pasado de un sistema de estabilidad cambiaria a una moneda común que se topa con enormes dificultades de gobernabilidad, en un proceso que no implicaba ninguna causalidad económica ineluctable, es necesario, en primer lugar, comprender la economía política de las relaciones europeas, que está por completo dominada por el lugar, no comparable a ningún otro, que ocupa la moneda en los propios cimientos del orden político alemán. La moneda es constitutiva del ordoliberalismo que se instituyó en la Ley Fundamental alemana de 1948 y, por lo tanto, de la legitimación popular del poder soberano. La moneda es anterior filosófica y cronológicamente a la República Federal, por tanto al gobierno. Esta precedencia es la inversa a la de cualquier otro país. Encontramos de nuevo este eje inquebrantable en el acto fundador de la unidad alemana en 1991. Fue el marco alemán (*Deutsche Mark*) el que decidió a Helmut Kohl a optar por la unificación política inmediata en lugar de por un proceso de acercamiento progresivo de los dos Estados alemanes, opción que preferían todos los líderes políticos occidentales así como Gorbachov. La Ley Fundamental se aplicó a la Gran Alemania sin que se modificara absolutamente nada en las instituciones. Todo aquello que hasta entonces había sido la RDA, un Estado poderoso, fue instantánea y literalmente volatilizado.

Después de comprender qué es el ordoliberalismo, podremos plantear teóricamente el problema de la unión monetaria de acuerdo con las teorías de las zonas monetarias óptimas; identificar cuáles son las teorías pertinentes y las que no lo son; y discernir de ese modo las diferencias existentes entre el plan Werner y el plan Delors.

## 1. Raíces y principios del ordoliberalismo

### Las raíces del ordoliberalismo

Alemania, unificada una primera vez por Bismarck en 1871 bajo el Imperio guillermino, es una nación muy reciente si la comparamos con la nación francesa, que se forma después de la elección de Hugo Capeto en 987. Durante muchos siglos, Alemania ha sido un territorio fragmentado en numerosos «Estados» débiles que se ha agotado en continuos enfrentamientos bélicos al amparo del Sacro Imperio Romano Germánico, incapaz

de organizar y coordinar a los poderes públicos de la multitud de principados, señoríos y ciudades libres que englobaba. Sobre este conjunto asolado por las epidemias de peste a partir de 1348, la Reforma luterana plantó las semillas de una guerra civil rampante, disfrazada de guerra de religión, tras la abdicación de Carlos V en 1556, que escinde el Sacro Imperio en la rama española y en la rama austríaca de los Habsburgo. La querrela entre católicos y protestantes por la sucesión del emperador desencadena en 1619 la abominable Guerra de los Treinta Años, que España y Francia se dedicaron a azuzar en pro de sus intereses hasta que en 1648 se firmó la paz de Westfalia. Este Tratado decidió el destino político de Alemania para los dos siglos siguientes, osificando la coexistencia de un mosaico de pequeños Estados agotados, demasiado débiles como para emprender una unificación por medio de la negociación o de la absorción. Y, lo más fundamental, inscribió la preponderancia de las comunidades y de las regiones en lo más profundo de los comportamientos individuales.

El historiador Johannes Willms (2005) expone de manera sobresaliente lo que él denomina «la enfermedad alemana», concepto que ilumina los valores que atesora el pueblo alemán hasta nuestros días. Alemania es más un pueblo unido por una cultura que una nación homogeneizada por la voluntad general que resulta de un proceso electivo, que es como la soberanía democrática ha surgido de la nación francesa.

La fragmentación resultante del Tratado de Westfalia se sedimentó en una multitud de «ciudades libres» de pequeño tamaño, cerradas a los flujos de intercambio y regidas por derechos consuetudinarios inmutables. Estas ciudades, que no aspiraban más que a mantener una situación estacionaria, se organizaban económicamente como si fueran corporaciones. En estas ciudades autosuficientes fue donde se impuso la preponderancia de la pequeña burguesía, que alimentaba un odio visceral hacia todo lo que pudiera perturbar el orden existente: los «extranjeros» de todo tipo y, sobre todo, los judíos. En estas ciudades, el control social no hacía ninguna diferencia entre la esfera privada y el ámbito público. Todas las amenazas para el orden social eran desviadas hacia el exterior. Al mismo tiempo el corporativismo había elevado hasta el paroxismo los valores sólidos entre el artesanado: la competencia profesional, la disciplina del trabajo, el sentido de la jerarquía. Estos valores no desaparecieron con la industrialización que Bismarck emprendió a marchas forzadas, por mucho que en ese proceso se destruyeran las corporaciones y la autarquía de las pequeñas ciudades. Una ley de 1894 creó el sistema del gobierno cogestionado, aún hoy en vigor, que organiza las relaciones entre el capital, el trabajo y el Estado. Los consejos de administración de las empresas están dominados por los consejos de supervisión, donde se sientan las partes interesadas de la empresa en el ámbito local. Los fines

de las empresas no son maximizar el valor accionarial, sino el transmitir empresas rentables a las siguientes generaciones. Por eso se impone siempre la prudencia financiera. Empresas que tienen más de cien años de existencia, y que son líderes mundiales en sus nichos productivos de maquinaria, autofinancian sus inversiones. Correlativamente, las familias propietarias continúan viviendo con discreción en las pequeñas ciudades en las que se fundaron.

Volvemos a encontrar en su integridad estos valores de corporativismo en el *Mittelstand*, la nebulosa de pequeñas y medianas empresas que es el zócalo de la competitividad de la industria manufacturera alemana. Dentro de Europa, solo Alemania ha sido capaz de convertir a escala local el aprendizaje en el vector de un capital humano específico directamente adaptado a las necesidades de las pequeñas y medianas empresas (PYMES). Solo Alemania ha podido establecer estrechos vínculos locales entre las agrupaciones de PYMES y las instituciones educativas bajo la égida de las comunidades locales para impartir una formación cualificada y ajustada a una innovación en continuo aumento.

La formación profesional se organiza en trescientas cuarenta y cuatro profesiones en el ámbito local e implica a alrededor del 50 por 100 de los alumnos de los institutos en una formación dual, en la que los periodos de prácticas son un componente importante. La dotación de las escuelas corre a cargo de los gobiernos locales y la responsabilidad de la enseñanza se asume conjuntamente por los sindicatos y las federaciones patronales. Así se reproduce la elite obrera y artesana que conforma el trabajo hiper-cualificado de la industria alemana.

A medida que en el último tercio del siglo XIX el capitalismo se desarrolla a toda velocidad, que la competencia y el liberalismo se extienden gracias a la unificación del mercado, la pequeña burguesía deja de estar herméticamente protegida, como lo había estado en los siglos anteriores, por las barreras económicas del particularismo local. Los valores pequeño-burgueses se metamorfosean en cultura de clase media, representada políticamente por un potente partido político, el *Zentrum*, y después, en la República Federal, por la CDU (Unión Demócrata Cristiana). Esta clase media se enfunda una ideología de la normalidad social que se basa siempre en intereses comunitarios. Sus valores, en la esfera económica, siguen siendo el celo en el trabajo, el gusto por el ahorro, y, correlativamente, el rechazo del consumo ostentoso. Se nutre igualmente de una concepción conservadora del reparto de los papeles sociales entre los géneros, creando así una fuerte presión moral para relegar a las mujeres con los niños en el ámbito familiar. Ninguna política familiar promueve el trabajo de las mujeres casadas. Junto al ostracismo social, la aguda escasez de guarderías es un obstáculo prohibitivo.

Esta clase media se nutre de categorías profesionales vinculadas a la transformación de la división del trabajo y al envejecimiento de la población: empleados, funcionarios subalternos, jubilados y rentistas. La clase media inspira en su totalidad la política económica y social, de modo que una supuesta amenaza contra sus intereses se percibe como una amenaza contra la estabilidad de la sociedad en su conjunto.

La clase media se adorna también de otros rasgos culturales heredados y transformados del particularismo de la burguesía en la época de las ciudades cerradas. Después del fracaso de la Primera Guerra Mundial, esos rasgos culturales tan enraizados fueron explotados por los partidos conservadores, en primer lugar por el partido nazi. Son el nacionalismo, el antisemitismo y el populismo. Hitler supo cómo exaltar ese Estado nacional fundado sobre la «comunidad del pueblo» excluyendo todo aquello que le era extranjero, a la vez que se aliaba con los intereses del capitalismo industrial. La clase media en su casi totalidad otorgó incondicionalmente su apoyo al partido hitleriano, arrastrando así a Alemania al delirio colectivo que llevaría al hundimiento total del país.

El ordoliberalismo nace en este periodo de la década de 1930 como un movimiento intelectual, la Escuela de Friburgo. Alimentada por los valores culturales enraizados en el comunitarismo, esta corriente de pensamiento quería producir, a partir de este zócalo, un sistema político que sucediera al nazismo y que constituyera un dique que pudiera impedir el regreso de las derivas totalitarias. Pretendían establecer un orden jurídico político capaz de conciliar los valores comunitarios de las clases medias alemanas y el liberalismo económico, lo cual se suponía que impediría la captura de esos valores por el totalitarismo político. Las grandes figuras de este movimiento intelectual fueron el economista Walter Eucken, el jurista Hans Großmann Doerth y el sociólogo Wilhelm Röpke. Tras el hundimiento del Reich nazi la Escuela se transformó en una comunidad epistémica deseosa de intervenir en la opinión pública alemana e influir en los interrogantes de los Aliados sobre el futuro de Alemania. El inicio de la Guerra Fría en 1947-1948, que incitó a los dirigentes estadounidenses a reconstruir la potencia alemana, se alió a su favor. Como recuerdan Fabrice Pesin y Christophe Strassel (2006), la adopción política de los principios ordoliberales fue obra de Ludwig Erhard, que consiguió que fueran aceptados por el partido democristiano. La larga carrera de Erhard como hombre de Estado, primero como ministro de Economía del gobierno de Adenauer y después él mismo como canciller, hizo de la ideología ordoliberal la doctrina inmutable de la política económica alemana.

## Los principios del ordoliberalismo

El ordoliberalismo establece un vínculo indisoluble entre las instituciones políticas y la organización económica. Es del todo ajeno a la economía mixta keynesiana, que prioriza la acción soberana del Estado sobre la regulación económica, pero también al ultraliberalismo thatcherista-reaganiano que proclama la omnipotencia del mercado y la retirada del Estado a sus funciones soberanas.

En el ordoliberalismo hay ante todo un «orden», que codifica en reglas jurídicas las aspiraciones morales de la clase media alemana. Estas normas jurídicas, que se instituyeron en la Ley Fundamental de 1948, están por encima de la soberanía política. Se imponen a cualquier cambio de mayorías. Sólo podrían cambiarse por una transformación de los valores morales más arraigados en la sociedad. De ahí se deduce que la noción de Estado de derecho en Alemania tiene un sentido mucho más fuerte que en los demás países. Como lo constata con exactitud Marie-France Garaud (2010), el garante último de la ley no es el Bundestag, es el Tribunal Constitucional de Karlsruhe. En Francia el sufragio universal crea el derecho, en Alemania se deriva del derecho. Es imposible concebir dos visiones más opuestas de la soberanía nacional.

El orden jurídico crea una barrera ante cualquier poder arbitrario, ya proceda este de la captura del Estado por una mayoría política o por grupos de agentes privados, monopolios, cárteles, grupos de presión. Pero ese Estado no es en absoluto mínimo frente a la economía. El ordoliberalismo tiene un punto de vista pesimista sobre la autorregulación del mercado. Rechaza el postulado según el cual la competencia perfecta es un estado natural hacia el que tendería la economía si no se le trabara con «restricciones legales». Por el contrario, la regla jurídica debe guiar a la vez, por un lado, las interacciones entre el Estado y el mercado para impedir las distorsiones provocadas por las intervenciones discrecionales y, por otro, las fuerzas endógenas de este, cuyo juego espontáneo conduciría indefectiblemente a la constitución de poderes dominantes. De aquí se sigue que el Estado únicamente debe intervenir en los mecanismos mercantiles para evitar distorsiones en el sistema de precios, encuadrando su acción en el marco institucional del mercado mediante sus políticas económicas. Para evitar el riesgo de que esta acción derive en un poder arbitrario, esta debe confiarse a autoridades independientes.

El ordoliberalismo instituye, por lo tanto, una auténtica constitución económica cuya clave de bóveda es la moneda. Como bromeaba Jacques Delors en 1992: «No todos los alemanes creen en Dios, pero todos creen en el Bundesbank». La moneda es el cimiento de la nación, porque ella establece

el vínculo de confianza más general. La moneda preserva los intereses de los ahorradores, la conservación de los patrimonios y la autonomía de los estados regionales, a su vez responsables de las políticas de apoyo a las PYMES. De aquí se deduce que la estabilidad de la moneda no es un objetivo del mismo rango que en las políticas monetarias anglosajonas, donde los objetivos de pleno empleo y de estabilidad de precios son los argumentos de un arbitraje según una función de preferencia colectiva que se deriva del debate democrático. En Alemania es un imperativo categórico de la Ley Fundamental. La estabilidad de la moneda es constitutiva del orden social más allá de lo político. En el próximo capítulo veremos los enormes problemas que una concepción tal de la política monetaria puede plantear cuando se proyecta sobre el espacio de la unión monetaria europea.

Para lograr la estabilidad de precios y rentas, el Bundesbank se apoya en las organizaciones de los agentes sociales. En efecto, los teóricos ordoliberales definen la economía alemana como «una economía social de mercado». Sería un contrasentido entender por ello una economía de mercado (en el sentido anglosajón de un mercado de competencia perfecta), pero cruzada con elementos de justicia social articulados mediante políticas redistributivas. Por el contrario, estas políticas tienen en Alemania una importancia muy secundaria y son responsabilidad de los estados regionales. La economía social de mercado es el producto del orden jurídico que hemos descrito antes. Este orden garantiza que ningún actor económico tenga capacidad para establecer posiciones de poder sobre otros, pero estos actores sí pueden formar organizaciones intermediarias para expresar y defender sus intereses legítimos, esto es, aquellos intereses económicos que no amenazan la estabilidad de los precios y respetan las reglas de la competencia. Las organizaciones de asalariados y empresarios deben negociar la formación de los salarios dentro del marco institucional apropiado para su sector y de los estados federados. La negociación colectiva, cuando esta se ocupa de los sectores privados, debe resguardarse de cualquier interferencia estatal. Lejos de ser considerada como un obstáculo al libre mercado, forma parte de los procesos de competencia. Las relaciones entre los directores de las empresas y los trabajadores cualificados se establecen dentro de un marco de negociación que no elude los conflictos y que ha sido diseñado para que concluya siempre con acuerdos que faciliten además la movilidad.

El Bundesbank forma parte del marco institucional del mercado. Se encuentra, sin embargo, en una posición exterior en lo que respecta a los mecanismos del mercado. Señala el contexto en el que debe desarrollarse la negociación de las rentas y de los precios enunciando la norma de evolución del nivel general de precios para el periodo de validez de los convenios colectivos negociados. Esta norma se basa en el cálculo que hace el Bundesbank de las capacidades de producción de la economía y de su

evolución, es decir, del crecimiento potencial. El Bundesbank combina este anuncio con una advertencia según la cual todo desbordamiento de la demanda agregada sobre el potencial de la oferta crearía presiones inflacionistas que él combatirá hasta su último aliento. Los posibles excesos de los agentes sociales estarían, por consiguiente, condenados al fracaso porque la consabida política monetaria restrictiva obligaría a la demanda agregada a adecuarse a la oferta potencial. Los actores de la negociación colectiva conocen esta postura del Bundesbank. Gracias a su posición de exterioridad y a la confianza que suscita, el Bundesbank determina un punto fijo en el conjunto de los posibles resultados de la negociación, lo que hace que la conformidad a este respecto sea la estrategia dominante de todos los agentes. De ahí se sigue que la mayoría de las veces la evolución de los salarios y de los precios estén en consonancia con las previsiones preprogramadas por el Bundesbank.

O al menos esto era lo que ocurría hasta el impacto de la unificación alemana. En la gran inflación mundial de la década de 1970, Alemania experimentó una inflación entre dos y tres veces menor que la de sus socios, razón por la cual el marco alemán cumplió la función de ancla para Francia cuando se produjo el giro en pro de la «deflación competitiva» en marzo de 1983. Como veremos más adelante al analizar el progreso hacia la unión monetaria, los persistentes desequilibrios de la unificación alemana han desestabilizado las relaciones cambiarias que se habían establecido en el seno del Sistema Monetario Europeo. Debido a las enormes necesidades presupuestarias que suscitó, la unificación alemana ha creado presiones inflacionistas de una naturaleza distinta de las que habían sido habituales en la República Federal hasta ese momento. Pero el Bundesbank reaccionó de la misma manera de siempre, desencadenando una feroz recesión que supuso la pérdida de 500.000 empleos industriales y provocó tensiones insoportables sobre el resto de países. El alza de los tipos de interés alemanes en plena crisis inmobiliaria estadounidense tuvo efectos devastadores sobre los socios de Alemania en el Sistema Monetario Europeo, el cual saltó por los aires al hilo de las crisis de 1992-1993. Francia, sin embargo, que intentó obstinadamente mantener el anclaje monetario con el marco alemán, sufrió durante varios años tipos de interés letales que asfixiaron la inversión hasta finales de la década de 1990. La debilidad de la industria francesa tiene su origen en este periodo funesto.

De una manera más fundamental, la unión económica y monetaria ha sido concebida según el modelo ordoliberal, como veremos ahora al estudiar su génesis. Trasplantar en su totalidad un orden monetario diseñado para regular una economía social de mercado a países en los que las instituciones públicas y las relaciones socioprofesionales son ajenas a esta organización social tan particular no podía sino crear enormes

divergencias, contrariamente a la convergencia que se esperaba. Para poder entender las causas profundas de la crisis estructural de la zona euro hay pues que comprender teóricamente las razones que condujeron a crear una zona monetaria y después interpretar, en este marco teórico, el extraño compromiso que condujo a la formación del euro.

## 2. Fundamentos teóricos de las uniones monetarias

¿Cómo y por qué se forma una unión monetaria? Es una cuestión que divide a los economistas, tanto sobre sus principios como sobre su conveniencia en una situación histórica dada. La divergencia más profunda se origina en las diferentes concepciones teóricas de la moneda. Según se considere la moneda como una mercancía particular o como una institución primordial de las economías de mercado, el planteamiento de la unión monetaria será positivista o estratégico. El planteamiento positivista se pierde en un tratamiento extensivo de los criterios en virtud de los cuales debe crearse una zona monetaria para que se postule como «óptima». En el enfoque estratégico, la política determina la geografía monetaria. En este caso las preguntas pertinentes versan sobre la representación de los intereses de los Estados y las relaciones existentes entre ellos que les inducen a cooperar para formar un régimen monetario internacional.

### **El enfoque positivista de las zonas monetarias óptimas y sus atolladeros**

La cuestión que se plantean los teóricos de las zonas monetarias óptimas es la siguiente: ¿qué extensión debe tener el espacio económico en el que los agentes utilizan una misma moneda? ¿Debe ser óptimo en relación con qué? Óptimo en relación con la estabilización a corto plazo del empleo y de la inflación bajo la hipótesis de que a largo plazo la moneda es neutra. La cuestión puede entonces perfilarse así: ¿qué condiciones económicas pueden incitar a los gobiernos a renunciar a la flexibilidad de los tipos de cambio como instrumento de ajuste macroeconómico y a comprometerse a fijar irrevocablemente los tipos de cambio, es decir, a adoptar una moneda única? Como se trata de un ajuste entre el empleo y la inflación, los criterios deben investigarse en la economía real.

*Los criterios de las zonas monetarias óptimas en las teorías originales*

El primer criterio que Robert Mundell (1961) puso de manifiesto es la movilidad del trabajo. Mundell razona dentro de un marco teórico keynesiano. El problema se plantea entre dos economías muy vinculadas por

sus intercambios recíprocos cuando se producen choques asimétricos. Más específicamente, ¿qué ocurre si uno de los países sufre un choque recesivo procedente de una disminución de la demanda mundial de los bienes que él produce? Este país sufre un déficit exterior y subempleo. En el otro país se produce lo contrario: excedente comercial y tensiones inflacionistas. En un régimen de tipos de cambio flexibles, la moneda del primer país se depreciaría en relación con la del segundo. Si la variación relativa de la competitividad se transmite correcta y rápidamente a la demanda, esta se restablece en las proporciones iniciales y la producción responde a ello, borrando así el desequilibrio inicial. En principio, un ajuste mediante los precios interiores con un tipo de cambio fijo en los dos países debería dar un resultado similar. Pero la flexibilidad a la baja de todos los precios y salarios implica una coordinación descentralizada del estilo de la que se ha descrito en el caso de Alemania. Lo que en este ámbito puede conseguir el ordoliberalismo no está al alcance de los países en los que las relaciones laborales son conflictivas y que carecen de la práctica de los compromisos descentralizados ni de aquellos en los que las estructuras de mercado albergan poderes oligopolísticos. Por eso Mundell, canadiense influido por las características del mercado de trabajo norteamericano, introdujo como forma de ajuste la movilidad geográfica del trabajo entre los dos países. La migración del primer país hacia el segundo aporta la oferta de trabajo que reduce las tensiones inflacionistas en ese país y reabsorbe el paro en el otro. Al mismo tiempo, restablece el equilibrio en la balanza de pagos.

El papel de las migraciones internacionales de mano de obra como mecanismo flexible de ajuste es una idea puramente teórica para la mayoría de los países. Existen multitud de razones que impiden que los trabajadores y sus familias sigan las fluctuaciones coyunturales del mercado de trabajo internacional, especialmente en Europa. Así, pues, el alcance práctico del análisis de Mundell es cuanto menos limitado. Pero, ¿por qué querríamos prescindir del tipo de cambio? La respuesta se halla en la contribución de McKinnon (1963). El criterio esencial de elección entre los tipos de cambio fijos y los tipos de cambio flexibles es el grado de apertura de las economías. Para comprenderlo hay que salir del marco puramente macroeconómico de Mundell y distinguir dos sectores en la economía, los bienes intercambiables en el plano internacional y los bienes puramente domésticos. Los bienes intercambiables tienen precios completamente determinados en el nivel mundial, los bienes domésticos tienen precios completamente determinados por las condiciones internas de producción y por la demanda. De aquí se deduce que una variación en los tipos de cambio repercute en el precio relativo entre los dos sectores.

Si un país sufre un déficit como consecuencia de un choque asimétrico, el ajuste mediante el tipo de cambio implica una devaluación para

así aumentar la demanda de los bienes que vende en el extranjero. Esta devaluación aumenta el precio de los bienes intercambiables en relación con los bienes no intercambiables, lo que desplaza los factores de producción del sector doméstico hacia el sector intercambiable para satisfacer la aguda demanda en este sector. La movilidad de los recursos se produce, pues, en el interior del país. Sin embargo, si el país está muy abierto su sector doméstico se reduce. La modificación de los precios relativos, es decir, la amplitud de la devaluación para absorber recursos en el sector de los bienes intercambiables es, en realidad, un factor más importante. Pero no olvidemos que una fuerte devaluación en una economía muy abierta tiene un gran impacto inflacionista, lo que hace difícil que se restablezcan el conjunto de los equilibrios. La conclusión de McKinnon es, por lo tanto, que a los pequeños países abiertos les interesa formar una zona monetaria con un gran país vecino que tenga una moneda estable, si es que tal configuración existe. Es el caso de las pequeñas economías cuyos intercambios están en gran medida vinculados a la demanda de un gran país cercano. Por eso existe un bloque comercial alemán alrededor de Alemania que comprende los Países Bajos, Dinamarca, Austria y Finlandia, pero también la antigua Checoslovaquia, Eslovenia, Hungría y Polonia. La estabilidad de los precios la tienen así asegurada. Como los gastos presupuestarios actúan principalmente sobre la demanda de bienes domésticos, tal bloque es el medio de ajuste frente a los choques asimétricos reales.

Si este modelo explica desde un punto de vista positivista que el bloque comercial alemán pueda ser también un bloque monetario, no puede, en cambio, decir nada sobre una unión monetaria entre, por ejemplo, Francia y Alemania. Por eso Peter Kenen (1969) propuso un tercer criterio en el seno de este planteamiento. Es el criterio de la diversificación de la producción. Cuanto más diversificada es la producción de las dos grandes economías, más limitadas son las repercusiones de los choques asimétricos de una de ellas sobre la otra a precios y tipos de cambio fijos. Esto quiere decir que la migración intersectorial de los factores de producción en el seno de cada país reemplaza a la migración internacional. La diversificación vuelve menos asimétricos los choques y, por lo tanto, reduce la variación necesaria de los precios relativos. El abandono del tipo de cambio como variable de ajuste es por consiguiente menos costosa.

### *Críticas del planteamiento positivista de las zonas monetarias óptimas*

Los criterios que acabamos de analizar dependen del tamaño y de las estructuras económicas. Ambos se supone que son exógenos al régimen monetario. La implicación va desde los criterios hasta el régimen elegido, pero éste no actúa a su vez sobre los primeros. Se presupone, pues, una

concepción naturalista de la economía. La economía es anterior a todo, sus estructuras nos son dadas de antemano. Se miden las variables pertinentes y se las compara con los niveles en los que se supone que las ventajas de la unión monetaria superarán a los costes. Esto parece estar justificado en el caso de los criterios de tamaño y del grado de apertura asociado, cuando los países pequeños se alían con un país mucho más grande, como es el caso de la constitución del bloque alemán, pero es mucho más discutible en el caso de los otros criterios. Entonces el proceso positivista se vuelve extensivo, multiplicando los criterios, pero al precio de alejarse de las estructuras «duras» de la economía. Fleming (1971) privilegió la similitud o la disparidad de las tasas de inflación, mientras otros autores han destacado la sincronía o no de los ciclos económicos, la integración financiera o la posibilidad de un federalismo presupuestario. Es evidente que aquí ya entramos en consideraciones propias de la economía política. No hay ya ninguna razón para considerar que los criterios son exógenos. Crear una unión monetaria mediante un acuerdo internacional puede influir en las políticas económicas y transformar las estructuras de manera que estos criterios acaben por verificarse. Esta fue la filosofía que adoptó la Comisión Europea en su justificación de la unión económica y monetaria. Se suponía que la llegada del euro haría converger a los países europeos. Veremos en el capítulo siguiente por qué se produjo justamente lo contrario. Pero en este momento ya podemos señalar por qué la Comisión quedó en entredicho en lo que respecta al criterio principal que privilegió: la diversidad de las estructuras de producción.

El razonamiento era el siguiente: la diversidad de las estructuras industriales justifica la unión monetaria y esta a su vez profundizará en la diversificación de las estructuras de producción. Sin embargo, la economía geográfica desarrollada en las décadas de 1980 y 1990, en particular por Paul Krugman (1993), nos enseña lo contrario. La moneda única intensifica los intercambios internos en la zona monetaria, lo que aumenta la especialización industrial porque las industrias se concentran en los territorios que inicialmente ya disfrutaban de ventajas comparativas. Krugman señalaba así que la industria automovilística estaba mucho más concentrada en Estados Unidos que en Europa. Desde entonces la industria automovilística de la Unión Europea se ha concentrado enormemente. Un estudio de Natixis de febrero de 2012, a partir de los datos del Eurostat, ilustra este fenómeno. Se puede observar que el porcentaje del empleo en Francia en la industria del automóvil, respecto al total del empleo europeo, ha bajado un 4,5 por 100, mientras que el de Alemania ha aumentado desde el 1,2 hasta el 21,9 por 100 del total del empleo en este sector. Francia es la gran perdedora, mucho más que Italia, que pierde un 0,9 por 100, o España, que pierde un 0,3 por 100. Los grandes ganadores son los

países del bloque alemán que se han beneficiado de la reestructuración de la industria alemana: Polonia y la República Checa que aumentan un 2,8 por 100 cada uno; Hungría un 1,5 por 100 y Bulgaria un 3,2 por 100. El estudio que citamos muestra que esta tendencia ha operado en todos los sectores industriales.

Si la diversificación de las estructuras productivas es un criterio para medir cuán óptima es una zona monetaria, la formación de dichas zonas suscita entonces una especialización que provoca una divergencia entre los países, lo que hace menos pertinente que la zona monetaria sea perenne. En el siguiente capítulo presentaremos la argumentación teórica que condujo a la desindustrialización de una parte de Europa y a la concentración de la industria en la otra parte. Mostraremos igualmente que las tecnologías de la información y la economía del conocimiento agravan la polarización de las actividades productoras de alto valor añadido en lugar de reducirla.

Estas consideraciones teóricas de economía industrial tienen consecuencias muy importantes para el reparto de las actividades económicas, ya que postulan que en un espacio integrado en el que reinan fuerzas económicas que provocan rendimientos crecientes y externalidades, las ventajas comparativas son endógenas. Se acumulan, pues, en forma de sendas de dependencia. Dicho de otra manera, sin una intervención proactiva de los poderes públicos, emprendida según una estrategia industrial a largo plazo y provista de medios financieros potentes, las regiones ricas se vuelven cada vez más ricas y las regiones pobres cada vez más pobres. Las políticas que actualmente promueven la Comisión Europea y los gobiernos, que buscan un pacto a favor del euro en torno a las «políticas estructurales», es decir, exclusivamente apelando a la bajada de los salarios y al despido libre, no están en realidad a la altura de los problemas industriales.

Es, pues, indispensable superar este planteamiento positivista de las uniones monetarias, no solamente para crearlas, sino para darles vida y desarrollarlas. Los instrumentos teóricos que resulten de esta superación nos serán útiles para comprender por qué la zona euro se ha enredado en una crisis sistémica y para buscar las vías de salida.

## **La economía política de las uniones monetarias en la concepción de los regímenes monetarios internacionales**

### *Dos concepciones del hard power*

Como ya hemos visto al estudiar el ordoliberalismo, la moneda es una institución indisolublemente ligada a la soberanía de la nación. Por esta razón la formación de una unión monetaria es una empresa formidable. El político elabora las finalidades sociales a partir del debate democrático.

No obstante, el ordoliberalismo nos muestra que la moneda se legitima mediante un vínculo de confianza que el derecho codifica sin que necesariamente esté subordinada al Estado, lo cual justifica la independencia de los bancos centrales. Es igualmente cierto que, en las naciones en las que la soberanía procede de la voluntad general expresada por el sufragio mayoritario, el banco central también goza de una independencia de medios pero su función se coloca bajo la tutela de la instancia depositaria de la soberanía, el gobierno o el parlamento. Dicho de otra manera, en estos casos el banco central no es soberano, a diferencia del Bundesbank. Por eso la formación de una unión monetaria entre Estados soberanos cuyos principios de legitimidad son diferentes no puede lograrse más que mediante la negociación de un régimen monetario internacional. Veremos que la ambigüedad de la unión monetaria europea ha consistido en hacer como si el Banco Central Europeo pudiera ser soberano según el modelo alemán, mientras que esta unión sólo podría consistir en un acuerdo internacional entre Estados cuyos principios de soberanía proceden de distintas fuentes y están anclados en historias profundamente diferentes.

Si, por tanto, la unión monetaria europea no puede sino ser un régimen monetario internacional, la cuestión es: ¿qué gobernanza podría superar el cúmulo de contradicciones que ha culminado en la crisis general de la zona euro? Habría que encontrar su fundamentación en las teorías de los regímenes monetarios internacionales, a partir de la crítica institucionalista del enfoque positivista de las zonas monetarias óptimas. El punto de partida nos lo proporciona Charles Goodhart (1998), quien señala que las zonas monetarias óptimas no son otra cosa que una aplicación mecánica de la teoría de la moneda-mercancía sobre un plano espacial, lo cual conduce, como ya hemos visto, a determinar unos criterios que hacen abstracción del Estado. Y esto es absurdo, puesto que no existen espacios monetarios que no sean fruto de la soberanía de un Estado o de un acuerdo político entre Estados. En este último caso, que es el que nos interesa, la representación de los intereses de los Estados es el determinante principal de la formación o no de dichos regímenes y de su capacidad de resiliencia ante los desórdenes de la historia.

La teoría neorrealista postula que todos los Estados tienen una finalidad idéntica: el poder. Pero los medios del poder, económicos, financieros y militares, son desiguales. Sólo cuenta el *hard power*, la fuerza capaz de desplegarse. Como las ganancias de poder son relativas y además priman sobre las ganancias económicas de la riqueza, no pueden existir los intereses comunes. Las relaciones internacionales son entonces relaciones múltiples y repetidas sin un orden global. La cooperación entre países de tamaño similar es, por lo tanto, improbable, pero es posible, no obstante, si los tamaños y los recursos de poder son muy desiguales. Es la estabilidad hegemónica. El país hegemónico puede tener la voluntad de dictar y sostener

reglas comunes y de tomar a su cargo los bienes públicos internacionales si la ventaja de poder que obtiene es muy superior al coste. El país hegemónico muy a menudo es externo. Su política no está en absoluto influida por la zona monetaria que se ha fundado sobre su moneda. Es el caso de la zona franca o de las *currency boards* basadas en el dólar.

La concepción neoliberal reconoce que han podido existir uniones monetarias que carecieran de una potencia hegemónica. En la Europa del siglo XIX se dieron los casos de la unión latina y de la unión escandinava. La hipótesis de fondo es que los Estados son utilitaristas. Se les puede tratar como si fueran agentes individuales. Están provistos de funciones de preferencia y persiguen, pues, ganancias absolutas jugando con las variables económicas. Si las interdependencias económicas internacionales aumentan, es posible que un interés mutuo en una cooperación recurrente para reducir la incertidumbre de las interacciones recíprocas pueda codificarse como una unión monetaria.

Robert Keohane (1984) es el autor que ha teorizado de una manera más completa la formación de regímenes monetarios internacionales desde la perspectiva neoliberal. Se trata de una cooperación sin hegemonía, por lo tanto de la resolución de un problema de acción colectiva. Existe cooperación cuando las acciones de entidades distintas se conforman porque las acciones de cada agente se ajustan a las preferencias esperadas de los demás. La compatibilidad de los objetivos no se plantea *a priori*, es el resultado del proceso de coordinación. La coordinación se opone a la discordia, un tipo de interdependencia en el que cada actor considera que las políticas de los demás obstaculizan sus propios fines.

La cooperación es, por consiguiente, un proceso que emana de los conflictos de interés, puesto que de lo contrario lo que habría es armonía, como en el mundo del equilibrio general en el que la «mano invisible» del mercado ajusta aquellos de manera que no subsiste ninguna externalidad negativa. La teoría de los regímenes internacionales refuta que esta fábula tenga pertinencia alguna para dar cuenta de las relaciones internacionales. Hay un régimen internacional cuando el proceso de coordinación política produce algo más que un equilibrio circunstancial. Origina entonces un sistema institucional compuesto de principios, normas, reglas y procedimientos de decisión que cubren un espacio territorial y (o) un campo temático de relaciones internacionales.

Los principios son creencias comunes acerca de los fines que se deben perseguir. Las normas son modelos de comportamiento que adoptan la forma de derechos y obligaciones. Son, por lo tanto, mandatos conminatorios sobre las conductas legítimas e ilegítimas de los Estados en las relaciones internacionales. Las reglas son prescripciones o proscipciones

específicas para cada acción. Los procedimientos son prácticas reconocidas para la puesta en práctica de la acción colectiva.

En el sistema de Bretton Woods, por ejemplo, que fue un régimen monetario internacional que cubría al conjunto de los países no socialistas, la jerarquía del sistema institucional estaba bien establecida. Los principios eran el libre intercambio y la creencia de que la moneda es una institución política, lo cual contradecía la creencia de que el patrón oro era un orden espontáneo y, por lo tanto, concordaba con la hipótesis de Hayek de un evolucionismo orgánico de las instituciones del mercado. La norma era la prohibición de manipular el tipo de cambio de manera unilateral para obtener ganancias competitivas indebidas. Las reglas eran la adhesión de los Estados a tipos de cambio fijos pero ajustables gracias a los controles sobre los movimientos de capitales. Los procedimientos eran las consultas multilaterales en el seno del FMI para diagnosticar si un desequilibrio de pagos era o no fundamental y, por lo tanto, para autorizar o prohibir las devaluaciones de las monedas particulares. No obstante, la coherencia de este régimen se pervirtió desde su origen por el predominio de Estados Unidos, de tal forma que la oferta de liquidez internacional se desajustó en seguida, como detectó muy pronto Robert Triffin (1957).

### *Soft power y necesidad de un paradigma común*

En general, los fracasos de coordinación son frecuentes. Pero la causa de estos, contrariamente a lo que piensan los neorrealistas, no es el carácter antagonista de los intereses. La mayor parte de las veces lo que conduce al fracaso es la estructura de las interacciones. Thomas Schelling (1960) ha demostrado, mediante el famoso dilema del prisionero, que los jugadores no consiguen coordinarse a pesar de la convergencia de sus intereses, pues el juego se plantea de tal forma que, a pesar de que de la cooperación se obtengan ganancias, cada jugador puede ganar aún más si deserta. Igualmente, la acción colectiva para producir un bien público que proporciona una ganancia colectiva superior al coste de producirlo fracasará si los jugadores consideran que su deserción individual tendría únicamente un efecto desdeñable sobre la producción del bien.

Estos fracasos de la cooperación se derivan en parte de que el enfoque neoliberal confunde racionalidad y egoísmo. Las preferencias de los actores están estrictamente separadas, lo que excluye los principios éticos. Esto *a priori* no tiene ninguna justificación lógica. Adherirse a principios éticos y a normas de justicia compartidas nos lleva a introducir las preferencias del otro dentro de nuestra propia función de preferencia. Esta hipótesis es tan racional como la hipótesis egoísta, pero su adopción puede modificar sensiblemente el equilibrio resultante del juego de coordinación. El tamaño del

grupo de los actores implicados en la acción colectiva puede también influir en un proceso de coordinación. En un grupo formado por un número escaso de actores de tamaño similar, la disuasión es verosímil. Si el juego se repite y la tasa de actualización no es demasiado elevada, el equilibrio cooperativo podría quizá alcanzarse mediante la negociación continua. En este caso, se fortalecería gracias a un acuerdo sobre el sistema institucional de un régimen internacional. Es el punto de vista de los constructivistas que, al *hard power* de los neorrealistas y de los neoliberales, oponen la influencia del *soft power*.

Las normas y principios éticos modifican la percepción de los intereses más allá del utilitarismo. La influencia positiva sobre el proceso de coordinación se deriva de la reducción de la incertidumbre en lo que respecta a las estrategias del resto de los actores. ¿Qué formas de coordinación moviliza el *soft power* para conseguir esto? Los paradigmas dominantes y los sentimientos públicos, los programas y los marcos de referencia y, en último término, el papel mediador de las comunidades epistémicas.

Gofas (2001) define los paradigmas como presupuestos cognitivos subyacentes que limitan las opciones estratégicas que los responsables políticos juzgan dignas de interés. Se trataría, por lo tanto, del clima intelectual en el que se conciben las opciones estratégicas posibles o deseables. Así, pues, la conversión a las políticas del rigor en un marco de pensamiento monetarista por parte de las autoridades monetarias francesas en la década de 1980 facilitó mucho la percepción de que era posible la unión monetaria con Alemania. Sin embargo, este paradigma se ha quebrado gravemente debido a la crisis financiera. Además, en la definición de los fines de la construcción europea hay un conflicto paradigmático. Estos fines sobrepasan la unión monetaria y la engloban en un destino más general. El conflicto gira en torno a la oposición entre la concepción anglosajona de una Europa compuesta de mercados de obediencia neoliberal y la concepción alemana de una Europa federal de disciplina ordoliberal. Atrapado entre estas dos posturas, el lema que defienden algunos políticos franceses, el de una Europa potente, no tiene paradigma que lo sostenga.

Los sentimientos públicos condicionan la percepción por parte de los ciudadanos de la legitimidad de las acciones políticas. Son creencias populares, cuya importancia ya hemos visto en el caso de la constitución en Alemania de la unidad del pueblo a partir de las identidades comunitarias que la ley soldaba después. Conocemos de sobra la importancia en la construcción europea del deseo de paz de la población. Pero, más allá de estos ejemplos, los sesenta años de integración económica y de institucionalización no han suscitado entre los europeos ningún sentimiento de pertenencia ni ningún deseo de vivir juntos. Esta ausencia de sentimiento público de inclusión se relaciona con estos conflictos de paradigma que desgarran a Europa.

Los programas son las doctrinas explícitas que permiten a las autoridades públicas trazar las líneas de acción a la hora de dar respuestas a los problemas de política económica. Los marcos de referencia son los principios éticos que permiten a los responsables públicos legitimar sus elecciones políticas ante la población. Sin programa, los Estados no podrían ser estrategias, serían marionetas del oportunismo de políticos que se apropian del poder de manera fortuita. Y no podremos tener un programa para desarrollar la construcción europea si no nos guiamos por un paradigma. Sin marco de referencia no se puede legitimar una línea política, pero no podemos tener un marco ético si a este no lo sustenta un sentimiento popular.

Ante el desconcierto de los políticos, las comunidades epistémicas pueden tener una importancia crucial en la tarea del despertar cognitivo. Recordemos de nuevo el papel que jugó la Escuela de Friburgo en la elaboración del paradigma ordoliberal en los momentos más oscuros de la historia alemana. A continuación, si las circunstancias políticas se prestan, estas comunidades epistémicas, que son intelectuales colectivos, se convierten en mediadores ante las instancias políticas para facilitar la adhesión a un paradigma común que promueva la elaboración de programas. Son *think tanks* que ejercen una presión cognitiva y pueden ser eficaces si agrupan creencias normativas en proposiciones bien fundamentadas, si se les reconoce como expertos en el ámbito de influencia o si provocan el debate y están comprometidos en la consecución de una meta común. Veremos más adelante en este trabajo que hoy no se dan estas condiciones que permitan superar la crisis de la zona euro. Elaborarlas es la tarea previa a la formación de un paradigma legitimado por el debate democrático para la construcción europea del siglo XXI.

### 3. El largo camino hacia la unión monetaria europea

Entre el memorándum de Raymond Barre, por aquel entonces vicepresidente de la Comisión Europea, presentado el 12 de febrero de 1969, y la entrada en vigor de la unión monetaria que incluía la creación del euro, el 1 de enero de 1999, pasaron treinta años. La gestación de la unión económica y monetaria ha sido por tanto muy prolongada y su trayectoria ha sido constructivista. Ha estado marcada por dos informes que han jugado cada uno de ellos un papel crucial. Ambos han participado en la búsqueda de paradigma y en la elaboración de un programa que tenía como objetivo la formación de un régimen monetario para Europa.

En diciembre de 1969, la Cumbre Europea de La Haya encargó al primer ministro de Luxemburgo, Pierre Werner, que elaborara un proyecto con vistas a una unión económica y monetaria. El informe Werner

se presentó en 1970. Este informe no tuvo ninguna consecuencia política. Atrapados en el torbellino de la crisis del sistema de Bretton Woods, los gobiernos europeos actuaron según lo que en aquel momento consideraron que eran sus intereses nacionales inmediatos. Pero en cualquier caso este informe introdujo el paradigma de la moneda europea y constituyó un primer programa del que se benefició el comité Delors cuando retomó el problema casi veinte años más tarde, funcionando como una comunidad epistémica que influyó de manera decisiva sobre los gobiernos europeos.

El comité Delors se creó en la Cumbre Europea de Hannover en junio de 1988 y presentó su informe en la Cumbre Europea de Madrid en junio de 1989. Este informe se aprobó por unanimidad y abrió el camino para la conferencia intergubernamental de diciembre de 1990. A su vez esta conferencia fue la encargada de convertir las propuestas del informe Delors en un tratado europeo que se adoptó en la Cumbre de Maastricht de diciembre de 1991.

Entre estos dos momentos, el establecimiento del Sistema Monetario Europeo (SME) supuso un avance considerable que, hasta las crisis que sufrió en 1992 y 1993, proporcionó una experiencia de cooperación monetaria. El SME se creó por iniciativa del canciller alemán Helmut Schmidt, preocupado por los efectos destructivos que la inestabilidad generalizada de los tipos de cambios producía en el comercio intraeuropeo. Su iniciativa recibió el apoyo del presidente francés Valéry Giscard D'Estaing. Ambos elaboraron de mutuo acuerdo una propuesta que presentaron en el Consejo Europeo de Copenhague en abril de 1978. El objetivo era crear una zona de estabilidad cambiaria en Europa, desvinculando así las monedas del comportamiento errático del dólar. El SME comenzó su actividad el 13 de marzo de 1979, con la participación de todos los países miembros de la CEE con la excepción de Gran Bretaña. Sin embargo, el SME cambia su naturaleza en 1987 tras la aceleración de la liberalización financiera. La crisis que sufrió en 1992 fue una señal precursora, pero por completo ignorada, de los problemas con los que se encontraría la zona euro casi veinte años más tarde.

Vamos a examinar, de forma comparativa, el contenido de estos informes para destacar de ellos los elementos de la trayectoria constructivista que no funcionaron en la primera tentativa y que sí lo lograron en la segunda. Después extraeremos las lecciones del SME y, sobre todo, de su crisis, que mostraba ya las señales inquietantes de la divergencia entre los países que exacerbarían posteriormente los movimientos de capitales. Veremos, en último lugar, cómo los criterios de convergencia del Tratado de Maastricht, así como el pacto de estabilidad que debía completarlo, constituía una gobernanza muy débil de la unión monetaria que se avecinaba, y que no podría sino amplificar las divergencias estructurales ligadas a las fuerzas de la competencia industrial que ya hemos señalado antes.

## Los informes que fundaron el paradigma de la unión monetaria

El informe Werner y el informe Delors se elaboraron en situaciones internacionales muy distintas. El informe Werner se preparó bajo el fuego de la tormenta monetaria creada por el desbaratamiento del orden multilateral de Bretton Woods. La volatilidad cambiaria ponía en peligro la política agrícola común, que se basaba en un precio único de los productos agrícolas en el conjunto de la Comunidad Europea, razón por la cual a partir de 1969, año en el que se produce la devaluación del franco francés y la revaluación del marco alemán, se instauraron «tipos verdes», es decir, tipos de cambio específicos para la agricultura. Se trataba de la última solución posible, puesto que las diferencias sustanciales entre los tipos verdes y los tipos de mercado creaban distorsiones en la competencia y suscitaban conflictos de intereses en torno a las contribuciones de los Estados al presupuesto agrícola europeo. De una manera más general, los efectos desastrosos que unos tipos de cambio desajustados de manera duradera habían tenido en la década de 1930 volvían a obsesionar la memoria de los dirigentes políticos. La preocupación preponderante era la preservación de los frutos de la integración económica, en la medida en que en 1969 se habían alcanzado por completo los objetivos de la primera fase del Mercado Común.

El comité Delors emprendió su trabajo en un contexto muy distinto. El SME había respetado, *grosso modo*, el principio de la competencia leal sobre los mercados de bienes (*level playing field*). Sin embargo, en 1985 Jacques Delors, por entonces presidente de la Comisión Europea, propuso relanzar la construcción europea en el ámbito, políticamente muy sensible, de las finanzas, con el fin de culminar el mercado interior europeo. Mediante esta hábil maniobra pudo obtener el beneplácito de la primera ministra británica, Margaret Thatcher, en el momento en el que el centro financiero de Londres se encontraba en vísperas de su *big bang*. La comisión publicó un libro blanco que desencadenó la convocatoria de una conferencia intergubernamental en julio de 1985. En febrero de 1986 se firmó el Acta Única Europea que entró en vigor el 1 de julio de 1987. El mercado único, en especial de los servicios financieros, debía ser una realidad como muy tarde el 1 de enero de 1993. La cuestión que se planteaba era la siguiente: ¿qué sistema monetario es compatible con la libertad total de los movimientos de capitales, algo inherente a un mercado único de servicios financieros?

### *La ambición y el fracaso del informe Werner*

La misión, muy ambiciosa, que se habían propuesto los jefes de Estado de los Seis en La Haya era alcanzar la unión económica y monetaria el 31 de diciembre de 1980. Para proporcionar un fundamento teórico a

este proyecto, el informe Werner se basó en el triángulo de incompatibilidad en las relaciones económicas internacionales. Es imposible conciliar la libertad total de los movimientos de capitales, los tipos de cambio fijos y la autonomía de las políticas económicas nacionales. Si la primera forma parte de la integración económica completa y los segundos permiten proteger a la Comunidad de los efectos destructivos de la inestabilidad del dólar, hay por tanto que organizar la unidad de las políticas económicas. ¿Cómo hacer esto? ¿Cuáles debían ser las etapas de la transición en el horizonte temporal que habían fijado los jefes de Estado?

El informe Werner defendía un proceso secuencial en tres etapas. En la primera los mercados financieros comenzarían a interpenetrarse. Para evitar los movimientos desordenados de capitales, el informe preveía desincentivar los arbitrajes que pudieran derivarse de la disparidad de las legislaciones nacionales mediante la adopción de medidas de armonización fiscal. Correlativamente, deberían construirse indicadores de alerta para así guiar la coordinación de las políticas coyunturales, de forma que se evitaran los desencuentros puntuales amplificadas por los movimientos de capitales. La segunda etapa debería ser la del gran salto adelante. Las líneas directrices de una política económica global deberían definirse en común a partir de orientaciones presupuestarias que también se decidirían en común. En el plano monetario, la extensión de las fluctuaciones entre las monedas de los países miembros debería limitarse al 1 por 100. Finalmente, la tercera etapa debería ser la de las reformas institucionales para coronar la unión. Werner contemplaba la asignación de los poderes en materia de política económica al ámbito comunitario, la creación de un consejo de gobernadores de los bancos centrales, la eliminación definitiva de los márgenes de fluctuación y el establecimiento de un fondo europeo de cooperación monetaria.

Con la perspectiva del tiempo, se puede señalar que, aunque no proponía la creación de una moneda única, el informe Werner era mucho más ambicioso en términos de gobernanza macroeconómica de lo que serían posteriormente el Tratado de Maastricht y su coadyuvante presupuestario, el pacto de estabilidad. El informe se enfrentaba a pecho descubierto con el problema que planteaba el triángulo de incompatibilidad y buscaba una solución en la acción colectiva sobre el plano presupuestario. Se trataba pues de una gobernanza fuerte, que caminaba sobre las dos piernas, la monetaria y la presupuestaria, para llegar a una *policy mix* europea, que era lo que se postulaba. Otro avance, en comparación con la situación actual, era la armonización fiscal. Con toda la razón, el informe Werner estipulaba que la integración financiera completa implicaba una armonización al menos de la fiscalidad del capital para así no alimentar movimientos perturbadores de capitales.

Otra dimensión del informe Werner, que lo distingue de la preparación del Tratado de Maastricht y de las políticas que se adoptaron a continuación, es que pone el acento sobre el modelo social europeo, que aparece como una dimensión esencial de la integración económica. Es un componente de la filosofía de la soberanía compartida que ilumina todo el informe. Fue también lo que acabó con su vida. En 1974, un grupo de expertos presidido por Robert Marjolin, no pudo sino constatar un fracaso total. La crisis final del sistema de Bretton Woods en 1971 y la crisis del petróleo de octubre de 1973 condujeron a los gobiernos a pensar únicamente en sí mismos. Sobre todo, los gobiernos no estaban preparados para ceder los instrumentos de la política económica a instituciones comunes.

### *La habilidad estratégica del informe Delors*

El comité Delors funcionaba a pleno rendimiento como comunidad epistémica bajo la presidencia de Jacques Delors. Ningún dirigente político formaba parte de él. Pero, habilidad suprema, reunía a todos los banqueros centrales, a los que se unieron numerosas personalidades académicas.

El informe Delors justifica la unión monetaria retomando la problemática del triángulo de incompatibilidad. Situándose en la perspectiva de la consecución de un mercado único que debería crear un espacio financiero europeo unificado, la mayoría de los miembros del comité pensaba que la unión monetaria sería el corolario del mercado único. Sin embargo, al contrario que el informe Werner, el informe Delors no formula propuestas sobre la acción colectiva en el ámbito presupuestario. Su principio rector es la unidad de la política monetaria manejada por un banco central independiente.

Esta toma de partido tan fuerte tiene dos explicaciones. La primera es estratégica. La hipótesis es que la moneda es la dinámica mediante la cual se realizará la integración económica. Sin duda una moneda única lleva en sí la promesa de la soberanía política. Pero es una promesa indeterminada, que no alimenta un proyecto político. Contrariamente a la posición asumida por el informe Werner, no se define horizonte alguno, ni se establece ninguna secuencia de etapas para llegar a la unión política. La segunda explicación es teórica. En la década de 1980 el clima intelectual había cambiado mucho. La contrarrevolución monetarista ya había pasado por allí, exacerbada por la corriente de las expectativas racionales. Se afirma con fuerza la neutralidad de la moneda, y denigrar el papel económico del Estado se convierte en el lema favorito de los medios académicos con la famosa teoría de los *real business cycles*. Dado que el objetivo de inflación puede aislarse y, por lo tanto, separarse de los arbitrajes políticos, no hay ninguna necesidad de dotar de legitimidad democrática al banco central.

Basta que este sea una institución independiente que tenga la misión exclusiva de satisfacer una norma de inflación que se impone ella misma.

Reconocemos ahí la adhesión a los principios del ordoliberalismo, la cual permitirá el nacimiento de esta arquitectura institucional insólita o, en cualquier caso, sin parangón en el mundo: un banco central que es una entidad federal en una Europa que rechaza absolutamente el federalismo porque las formas de Estado de los demás países no tienen nada que ver con las alemanas. Desde ese momento, y sobre todo después del estallido de la crisis financiera, la influencia intelectual del ultraliberalismo, guiado por la corriente de las expectativas racionales y, por lo tanto, de la eficacia absoluta de los mercados, ha retrocedido porque ha recibido el desmentido de los hechos. Pero Europa está atrapada porque ha cincelado esta concepción desmesurada en el mármol institucional, bajo la cobertura del ordoliberalismo que, por otro lado, no es en absoluto la misma cosa. El Banco Central Europeo está obsesionado por la norma de inflación, que ha sacralizado. Sin embargo, para transmitir esa norma a la formación descentralizada de las rentas y los precios no cuenta con el apoyo de un sistema de relaciones corporativistas como el que dispone el Bundesbank. Mostraremos que la política del Banco Central Europeo ha sido partícipe en la creación de esa gran divergencia económica de los países europeos a la que la crisis ha otorgado dimensiones dramáticas. Como veremos a todo lo largo y ancho de nuestro recorrido, los gravísimos problemas de la zona euro proceden de esta tara original.

Aunque el informe Delors fue un gran éxito estratégico, lo que faltaba en él y estaba presente en el informe Werner ha conducido veinte años después a la tragedia europea.

## **Éxitos y fracasos del sistema monetario europeo**

### *Nacimiento y funcionamiento del SME*

No es el propósito de este libro construir la teoría del Sistema Monetario Europeo que ha sido ya objeto de una abundante literatura conocida bajo el nombre de teoría de las zonas objetivo. De lo que se trata ahora es de situar el lugar que este episodio monetario ha ocupado políticamente en el camino hacia la unión económica y monetaria. El Sistema Monetario Europeo nace del fracaso de una primera tentativa llamada la «serpiente monetaria». Se trataba de un intento de vincular estrechamente entre sí las monedas de los países de la Comunidad Europea tras la demostración de fuerza de Nixon del 15 de agosto de 1971, seguida del trabajoso acuerdo internacional del Smithsonian Institute, Washington, DC, logrado en diciembre de 1971. La política inflacionista de Nixon

hizo que este acuerdo estallara de inmediato y, como no pudo reformarse el sistema monetario internacional, que se impusieran los tipos de cambio fluctuantes en febrero de 1973.

La serpiente monetaria suponía una incorporación unilateral al marco alemán del resto de las monedas de los países miembros de la Comunidad, a los que acababa de unirse Gran Bretaña unos meses antes. Solo los países pequeños, para los cuales la incorporación al marco alemán era un *optimum*, pudieron respetar la limitación cambiaria. Cuando Helmut Schmidt y Valéry Giscard D'Estaing se pusieron de nuevo manos a la obra, aprendieron la lección y evitaron el doble error que había impedido que la serpiente funcionara. Era necesario recuperar el espíritu de Bretton Woods: tipos de cambio fijos pero ajustables con márgenes bilaterales de un 2,25 por 100 al alza o a la baja; ajustes decididos colectivamente; apoyo financiero a los países cuyas monedas sufrieran un ataque mediante la obligatoriedad de la intervención coordinada. Solo quedaba la última condición para el buen funcionamiento de un sistema así: el control de capitales.

Las sacudidas internacionales entre 1978 y 1982 fueron muy violentas: segunda crisis del petróleo; demostración de fuerza de Paul Volcker, que duplicó los tipos de interés monetarios estadounidenses en octubre de 1979 para quebrar la inflación; potente recesión en Estados Unidos y estallido de la crisis mexicana en 1982. Hubo muchísimos reajustes de los tipos de cambio. Pero en marzo de 1983 Francia se convertía a la «deflación competitiva» tras una última y dramática devaluación. Gracias a la vuelta del crecimiento y a una persistente apreciación del dólar que debilitaba al marco alemán, el SME entró en una época de tranquilidad que incitaba a la convergencia, porque la constricción cambiaria se había vuelto soportable gracias a la restricción de los movimientos de capitales y a la reducción progresiva de la inflación en relación con Alemania, remunerada por el descenso de los tipos de interés.

Con la entrada en vigor del Acta Única el 1 de enero de 1987, los países comenzaron a dismantelar sus controles sobre los movimientos de capitales. A partir de ese momento, la naturaleza del SME cambia. Sometido a todos los vaivenes económicos y financieros, entra rápidamente en una zona de tempestades, sobre todo a partir de que la libra esterlina se une al sistema en 1990. Las crisis golpearon al SME en septiembre de 1992 y en julio de 1993. La primera crisis sacó a la libra esterlina y a la lira del SME. La segunda afectó al franco, la última gran divisa que seguía aferrada al marco alemán. Al crear unos márgenes de fluctuación del 15 por 100 al alza o a la baja, los gobiernos que pretendían salvar el sistema lo vaciaron de su sustancia. Para mantener márgenes de fluctuación reducidos, el SME regresó a la serpiente con solo la participación de los países de la zona

monetaria alemana. Estas crisis eran advertencias de la crisis del euro producida casi veinte años más tarde, pero no fueron escuchadas.

### *Las crisis del SME*

El «nuevo SME» tuvo que absorber los cambios profundos producidos por la unificación alemana en 1990, la liberación de los movimientos de capitales, la entrada de la libra esterlina en el sistema y la perspectiva de la unión monetaria tras la aprobación en abril de 1989 del informe Delors. Se tropezó con el inevitable teorema de la incompatibilidad entre los capitales libres, los tipos de cambio fijos y las políticas económicas no cooperativas. Los conflictos de la política económica se amplificaron cuando Helmut Kohl decidió cabalgar en solitario para unificar Alemania a marchas forzadas, cuando el Bundesbank se negó a revaluar el marco alemán y cuando Gran Bretaña sufrió la reversión de su ciclo inmobiliario. Sin embargo, los gobiernos de los demás países, seducidos por la perspectiva de la unión económica y monetaria, decidieron renunciar a la modificación de paridades.

Se produjo entonces un fenómeno que, como estudiaremos en el capítulo siguiente, se reprodujo durante mucho más tiempo y con mucha más fuerza en la unión económica y monetaria. Los operadores financieros anticiparon la convergencia hacia la unión económica y monetaria sin tomar en consideración la disparidad de los «fundamentales económicos», por lo cual los países con los tipos de interés más elevados, España y Portugal, se beneficiaron de una avalancha de capitales, sobre todo después de la reversión del ciclo inmobiliario acaecida primero en Estados Unidos en 1989 y después en Japón en 1990. Las entradas excesivas de capital empujaron al alza a las monedas de los países más débiles, obligándolos, para conservar sus paridades, a aplicar políticas monetarias más acomodaticias de lo que su situación económica y la importancia de sus deudas hubiera requerido.

Este proceso se invierte de manera brutal tras la decisión de Kohl de precipitar la unificación, lo cual implicaba de modo inmediato unas enormes necesidades presupuestarias y la subida de la inflación en Alemania. Cuando se niega a revaluar el marco alemán dentro del SME, el Bundesbank sube mucho los tipos alemanes para atraer el ahorro. Los conflictos de intereses entre los gobiernos se acumulan bajo los ataques de la especulación. Los dos países más frágiles eran Gran Bretaña, que necesitaba desendeudar el sector privado, e Italia, que tenía un déficit presupuestario muy importante. Enseguida quedó patente que las monedas de esos dos países estaban sobrevaloradas.

El Tratado de Maastricht se firmó en febrero de 1992 y el baile de ratificaciones se alargó durante todo el año. A partir de la primavera la situación se deteriora con rapidez cuando queda claro que las ratificaciones estaban siendo difíciles. El Bundesbank, que interpretó erróneamente las causas de las subidas salariales en Alemania del Este, cuando el paro subía con rapidez, y las causas de la hipertrofia de la masa monetaria, que se derivaba de la demanda de liquidez en esa región, dio pruebas de una rigidez absoluta ante el cambio estructural.

La crisis cambiaria fue repentina y de una violencia brutal, orquestada por la especulación desencadenada por George Soros sobre la libra esterlina con un enorme apalancamiento. El especulador pudo arrastrar a los mercados, porque la percepción de las tensiones había cambiado, provocando una brutal inversión de las expectativas cambiarias. La cooperación entre los bancos centrales era inexistente y el conflicto entre Gran Bretaña y Alemania sobre las orientaciones deseables de la política económica alcanzó su paroxismo a lo largo del verano de 1992. A principios de septiembre, el gobierno británico deja caer la libra al nivel mínimo del margen de fluctuación para forzar la intervención del Bundesbank, pero, a mediados de septiembre, los tipos de cambio a plazo de la lira y de la libra estaban muy por debajo del mismo. La negativa del Bundesbank a bajar los tipos de interés sella el destino de la lira y de la libra, que fueron expulsadas del SME. El 23 y el 24 de septiembre la especulación se traslada al franco francés, que fue salvado mediante medidas técnicas que colocaban temporalmente los tipos cortos al 20 por 100 pero, sobre todo, por una declaración conjunta franco-alemana. Era como retroceder para tomar carrerilla.

Hasta el mes de noviembre los tipos de interés refluyeron hacia sus niveles anteriores a la crisis con la esperanza de que los tipos alemanes fueran a bajar, pero el 24 de noviembre se anuncia una aceleración del agregado monetario M3 en Alemania, lo que provocó una declaración del Bundesbank que advierte que la política monetaria no puede tener en cuenta los intereses de los demás países. En Francia se multiplicaban, sin embargo, las señales de recesión, pero no se registró una especulación abierta, sino una cobertura de los títulos cotizados en francos en el mercado a plazo. El escalonamiento de las presiones sobre el franco permitió organizar de nuevo la coordinación franco-alemana. Un comunicado conjunto reafirmaba la voluntad conjunta de defender el tipo de cambio de referencia. Esto bastó para que las posiciones a término se desbloquearan.

Pero la crisis final de julio de 1993 no tuvo los mismos rasgos. Las expectativas de mercado se tiñen de pesimismo. Las perspectivas a medio plazo de la economía francesa no se consideraban ya compatibles con las constricciones del SME. Los «mercados» dudaban de la transición hacia la unión

económica y monetaria. Las posiciones vendedoras sobre el franco se acumularon. Hubiera hecho falta una cooperación monetaria constante para pilotar una bajada común de los tipos, que fue la posibilidad que el consejo del Bundesbank del 29 de julio bloqueó, cuando se negó a cambiar su tipo de interés. La especulación se adueñó del conjunto del SME. El 30 de julio la Banque de France tuvo que vender marcos por un valor de varios miles de millones de dólares; el Bundesbank comunicó que no podía intervenir en el margen de fluctuación y exigió una reunión de urgencia del Comité Monetario el 31 de julio. Tras un acalorado debate que rozó la ruptura total, el 1 de agosto el SME quedó reducido a la inoperancia mediante una ampliación de los márgenes de fluctuación a un más menos 15 por 100.

### **El accidentado camino hacia la unión monetaria tras las crisis del SME**

Tras las crisis del SME los gobiernos formularon la hipótesis heroica de que la hoja de ruta inscrita en el Tratado de Maastricht era aún válida. Esta se basaba en criterios de convergencia que nada tenían que ver con los de las zonas monetarias óptimas. El proyecto de unión económica y monetaria era voluntarista, estos criterios no eran positivistas. Se suponía que guiarían los objetivos de las políticas económicas de los países candidatos a la convergencia. Se promovieron cuatro criterios: la estabilidad de los precios, la situación de las finanzas públicas, los tipos de cambio y los tipos de interés a largo plazo. Todos, con la excepción de las finanzas públicas, eran criterios relativos.

Para asegurar la estabilidad de los precios, la tasa de inflación de un Estado miembro no debía sobrepasar en más de un 1,5 por 100 la media de la tasa de los tres Estados miembros que tuvieran la tasa de inflación más baja. Para los tipos de cambio no se podía devaluar la moneda. ¿Qué significaba esto, teniendo en cuenta que estas monedas tenían los tipos flexibles y estaban provistas de márgenes de devaluación tan grandes que la noción de devaluación perdía todo sentido? Esta regla se reemplazó por la siguiente: un país candidato debería participar en el mecanismo de cambios del «nuevo» SME sin discontinuidades y sin experimentar tensiones «graves» durante los dos años anteriores al examen previo a la creación de la unión económica y monetaria. Esto quería decir que los países con tipos de cambio flexibles deberían incorporarse en fechas no precisadas al mecanismo de la nueva fórmula del SME. El tipo de interés a largo plazo (diez años) de las obligaciones del Estado no debía exceder más del 2 por 100 el de los tres Estados que presentaran una mayor estabilidad de precios. Las finanzas públicas recibían el regalo de dos criterios, a la vez absolutos y arbitrarios. El déficit público anual del año anterior al examen de admisión no debía superar el 3 por 100 del PIB y la deuda pública no debería

superar el 60 por 100 del mismo. Este último criterio no se tuvo en cuenta en el momento del examen de entrada de los países, pues Italia y Bélgica tenían ya una deuda superior al 100 por 100. Tras la entrada en la unión económica y monetaria, los países se comprometían a seguir respetando los criterios que todavía tuvieran sentido, es decir, todos excepto el tipo de cambio, bajo la amenaza de advertencias y sanciones.

Los dirigentes alemanes y el Bundesbank no confiaban en absoluto en los criterios presupuestarios tras el dramático episodio del estallido del SME. Por medio de intensas presiones sobre sus socios terminaron por imponer sus reglas más restrictivas. Estas se reunieron en el famoso pacto de estabilidad, al que se le añadió la coletilla «y de crecimiento», para hacer creer así a la opinión pública que el crecimiento, que se desaceleraba en Europa desde inicios de la década de 1980, era aún una preocupación de los gobiernos. El Consejo adoptó el pacto de estabilidad en Ámsterdam el 17 de junio de 1997. Su objetivo era imponer que los Estados tuvieran, tras la creación de la unión económica y monetaria, presupuestos equilibrados, o mejor, excedentarios. En cualquier caso, se trataba de impedir los déficits «excesivos» mediante un mecanismo de coerción llamado procedimiento de déficit excesivo, que se desencadena cuando uno de los Estados miembros supera el famoso déficit público del 3 por 100 del PIB, salvo en circunstancias excepcionales no definidas. El Consejo de ministros de Economía, denominado ECOFIN, envía sus recomendaciones para que el gobierno afectado ponga fin a esta situación. Si no se reduce el déficit excesivo, el Consejo adopta sanciones que toman la forma de un depósito en el Banco Central Europeo, que puede convertirse en una multa de entre el 0,2 y el 0,5 por 100 del PIB. Es decir que, para animar a un país a reducir su déficit presupuestario, se le fuerza a aumentarlo. Esta disposición era tan sangrante que nunca fue aplicada, aunque varios países han sido objeto de este procedimiento.

Estas fueron las disposiciones que se suponía que garantizarían una unión monetaria robusta en cualquier circunstancia. En el capítulo siguiente analizaremos por qué a partir de estas buenas intenciones ocurrió todo lo contrario.

## LA INSTAURACIÓN DEL EURO Y SUS EFECTOS

EL EURO LLEGÓ al mundo en un contexto en el que la ola del neoliberalismo anglosajón rompía sobre Europa desde la década de 1980. La Comisión Europea era su celosa propagandista. La retórica triunfante, proclamada en multitud de informes y declaraciones de todo tipo, era la siguiente: el euro pone un broche monetario definitivo a la unificación financiera. Una vez librados del riesgo cambiario, los mercados financieros demostrarán todo su potencial. Se beneficiarán del flujo de las innovaciones financieras, que permite su completa liberalización. Es el tríptico de la desregulación, de la contabilidad adecuada al principio del valor de mercado de los activos y pasivos incluidos en el balance de situación (*mark-to-market*) y de la mercantilización del riesgo de crédito gracias a los derivados crediticios.

Lo que estas transformaciones financieras prometían era eficiencia. Liberada de las trabas comunitarias y de las divisiones nacionales, la banca iba a asignar el ahorro de manera óptima sobre un espacio finalmente homogéneo de más de 300 millones de consumidores. Esto tendría como resultado la recuperación de los países retrasados desde el punto de vista de la renta per cápita y, por tanto, la convergencia general. Lo que las políticas económicas no habían logrado hacer a partir del informe de Werner se iba a hacer automáticamente gracias a las virtudes de los mercados, bajo la vigilancia de un banco central que era heredero de los principios ordoliberales.

La Estrategia de Lisboa, anunciada a bombo y platillo con ocasión de la Cumbre Europea del 23 y el 24 de marzo de 2000, no podía ser más triunfalista. En un momento en que toda Europa (con la excepción de Escandinavia) salía de una década en la que su crecimiento se retrasaba con respecto al de Estados Unidos, el comunicado proclamaba que «la Unión Europea se convertiría en 2010 en la economía del conocimiento más competitiva y dinámica del mundo». Todo eran promesas en estas fanfarronadas: innovación, medio ambiente, empleo y cohesión social. En realidad no había ninguna estrategia europea. Según el sacrosanto principio de subsidiariedad los gobiernos se exhortaban mutuamente a promover

estas orientaciones. Se suponía que tanto las incitaciones como los medios materiales procederían de las finanzas.

Entre los años 2000 y 2008 ocurrieron muchos acontecimientos. La evolución que se produjo fue totalmente la contraria a las esperanzas acariciadas. La famosa «gran moderación» de la que tanto se enorgullecían los banqueros centrales no impidió los desórdenes financieros; por el contrario, los agravó al convencer a todos los actores implicados de que el riesgo había desaparecido, puesto que la inflación había sido dominada. En lugar de asignar el ahorro de manera óptima en la economía real, el sector financiero se hipertrofió como una excrecencia monstruosa sobre las burbujas especulativas que él mismo suscitaba. El efecto sobre las economías de la zona euro fue dramático: en lugar de la prometida convergencia se instauró una divergencia sistemática y autoalimentada.

La crisis de la zona euro no ha surgido pues de acontecimientos exógenos sobre los que los gobiernos eran impotentes. Procede de una acumulación de distorsiones entre los países producidas a lo largo de diez años, que nunca se identificaron y mucho menos se corrigieron. Como el origen del desastre radica en una doctrina profundamente equivocada, la respuesta de los gobiernos tras el estallido de la crisis ha sido dubitativa y contradictoria. Pero la urgencia de los problemas y la amenaza de una espiral de deconstrucción de Europa han forzado a los responsables políticos, así como a los dirigentes del BCE, a moverse a ciegas, a la vez que fingen que son fieles al corpus doctrinal que hemos identificado en el capítulo anterior.

Existe, no obstante, una institución que permanece petrificada en una inmutabilidad dogmática, a pesar del torrente de acontecimientos contrarios que se precipitan sobre ella desde hace cinco años. Es la institución académica. Hablamos, por supuesto, de la institución, no de los economistas individuales, de entre los cuales un número cada vez mayor percibe que las economías capitalistas están atrapadas en una mutación gigantesca cuya compresión requiere de una renovación de los fundamentos teóricos. Pero la institución, especialmente en Francia, funciona al estilo vaticana. La jerarquía de sus revistas, de sus rituales de reclutamiento y de sus asignaciones financieras obedece al monismo ideológico. De este modo, la institución académica demuestra que la economía no es una ciencia, puesto que no debe responder a la prueba popperiana de la falsabilidad. La hipótesis de la eficiencia de los mercados financieros no se plantea como una hipótesis falsable, sino como un dogma de naturaleza teórica. De ahí se deduce que la ortodoxia económica no puede someterse a la epistemología científica, incluso si y sobre todo si se adorna de oropeles matemáticos. La gigantesca crisis que se ha desencadenado sobre el mundo occidental nos afecta a cada uno de nosotros en nuestra vida cotidiana, excepto a la torre de marfil académica, que permanece atrincherada en sus certezas. Por

eso, al contrario de lo que ocurre en cualquier otra ciencia, la acumulación de anomalías en relación con la hipótesis fundacional de la teoría no produce un cambio de paradigma.

Aunque no dispongamos de un paradigma unificado acorde con los hechos, debemos apoyarnos en hipótesis de conducta alternativas a la eficiencia y reflexionar sobre el impacto de las políticas económicas que vuelven a cuestionar los postulados de la independencia de las «leyes económicas». Desarrollaremos estas herramientas a la vez que intentamos comprender las razones de la enorme divergencia en la zona euro, causa primera de la crisis. Veremos que esta divergencia resulta de la propia naturaleza del euro: una moneda incompleta combinada con una gobernanza débil. Esta divergencia se ha amplificado gracias a la dinámica financiera. Se ha manifestado por las agudas diferencias de competitividad que han alimentado una polarización entre, por un lado, los países deficitarios y deudores y, por el otro, los países excedentarios y acreedores. En el sistema monetario que surgió del Tratado de Maastricht no hay gobernanza cooperativa capaz de contrarrestar estas divergencias. La crisis financiera global ha golpeado por lo tanto un espacio europeo extremadamente vulnerable.

## **1. La dinámica de la deuda, causa principal de las crisis**

El Bank for International Settlements (BIS) lleva veinte años dando la voz de alarma sobre la explosión del endeudamiento en el conjunto de los países de la OCDE sin que hasta la crisis se le haya nunca prestado la menor atención. En efecto, si la banca es eficiente, poco importa el nivel de endeudamiento, puesto que los riesgos se han valorado con exactitud y, por lo tanto, los rendimientos obtenidos cubren los riesgos que se han tomado. Sin embargo, lo que ha estallado y lo que ha hecho estallar la crisis sistémica en 2007-2008 es justamente el endeudamiento de todos los agentes. Lo que hay que entender es por qué, al contrario de lo que dicta la hipótesis de la eficiencia, los riesgos no han sido correctamente evaluados y por qué la carrera del endeudamiento no ha suscitado ninguna contrafuerza del mercado, ningún proceso de ajuste por parte de la famosa «disciplina de mercado». Empecemos por acotar empíricamente la extensión del problema antes de intentar comprender teóricamente la naturaleza de esta dinámica.

### **La deriva generalizada del endeudamiento**

La hipertrofia del endeudamiento es una tendencia de largo plazo que comenzó con la liberalización financiera a principios de la década de 1980, la cual provocó una extraordinaria expansión conjunta del endeudamiento

y del precio de los activos. A partir de los datos de la OCDE y de fuentes nacionales, la investigación del BIS ha reunido órdenes de magnitud sobre la deuda total de los agentes no financieros (hogares, empresas y Administraciones públicas) en numerosos países, que cubren los tres decenios que median entre 1980 y 2010 (cuadro 2.1).

CUADRO 2.1

DEUDA TOTAL DEL CONJUNTO DE LOS SECTORES NO FINANCIEROS (EN % DEL PIB)

País	Niveles (% del PIB)				Variaciones durante el periodo (% del PIB)		
	1980	1990	2000	2010	1980-1990	1990-2000	2000-2010
Fuera de la zona euro							
<i>Estados Unidos</i>	151	200	198	268	49	- 2	70
<i>Japón</i>	290	364	410	456	75	46	46
<i>Gran Bretaña</i>	160	203	223	322	43	20	99
<i>Suecia</i>	219	289	320	340	70	31	21
Grandes países de la zona euro							
<i>Alemania</i>	136	137	226	241	1	89	15
<i>Francia</i>	160	198	243	331	37	45	78
<i>Italia</i>	109	180	252	310	71	72	58
Otros países de la zona euro							
<i>Bélgica</i>	170	264	298	356	94	34	58
<i>Grecia</i>	92	139	195	262	47	55	67
<i>Países Bajos</i>	205	265	294	327	60	29	33
<i>Portugal</i>	144	141	251	366	- 2	110	115
<i>España</i>	172	187	258	355	15	70	97

Fuente: S. Cecchetti, M. Mohanti y F. Zampolli, «The real effects of debt», *BIS Working Papers*, septiembre de 2011, núm. 352; cuadro p. 7.

El aumento del endeudamiento ha sido un proceso generalizado y las fases de desendeudamiento excepcionales. Con la excepción del caso de Portugal en la década de 1980, sólo podríamos citar la consolidación de la etapa de Clinton en Estados Unidos tras la crisis bancaria de inicios de la década de 1990. Lo que todos los países han tenido en común en estas últimas tres décadas ha sido la famosa gran moderación. A partir de mediados de la década de 1990, los tipos de interés reales habían declinado, de forma que, con la excepción de Alemania, que había sufrido la reunificación en la década de 1990, y de Suecia, que había recuperado el camino de un crecimiento robusto después de la grave crisis bancaria de 1991-1992, todos los demás países experimentaron un incremento aún más fuerte del endeudamiento en la década de 2000.

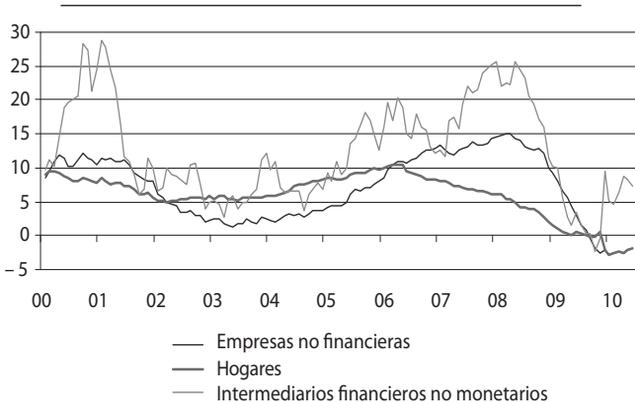
En esta década, los países en los que la deuda progresó con mayor rapidez fueron los países de la Península Ibérica, junto con Gran Bretaña.

Hablar de casi duplicación del ratio deuda/PIB en treinta años en Francia, Bélgica, Gran Bretaña, y de triplicación en Italia y Grecia, es hablar de una plétora de liquidez. Esto no señala una virtud particular de los bancos centrales. Si la inflación ha progresado poco, quebrando la relación anterior entre aumento de la liquidez y alza de los precios, es porque las condiciones de formación de los precios en el mercado de bienes se han visto radicalmente modificadas por la globalización. La inflación se ha volcado en otros precios, los precios de los activos. La gran moderación no ha sido sino un artefacto estadístico que ha disimulado la realidad de la enorme deriva del crédito.

El cuadro 2.1 disimula también otro aspecto esencial de la dinámica financiera: el papel de las propias finanzas. Para sostener un alza tan rápida y tenaz del crédito, es necesario un desarrollo de la intermediación del mercado. ¿Qué ocurre con su dinámica propia? El gráfico 2.1 presenta la evolución del crédito en el sector privado en la década de 2000 en el conjunto de la zona euro, incluyendo el endeudamiento de los intermediarios financieros. Se puede comprobar cómo, durante la fase de expansión, este aumentó mucho más rápidamente que el crédito al sector no financiero. Y seguidamente se hundió mucho más rápido. Para que los intermediarios se endeuden mucho más de lo que prestan es necesario que la estructura de su pasivo se modifique, en el sentido de que se produzca una reducción de la proporción del capital en el total de su balance, es decir, que se produzca un aumento del apalancamiento financiero. El secreto de la dinámica financiera radica en la transformación del sistema financiero.

GRÁFICO 2.1

EUROZONA: CRÉDITOS AL SECTOR PRIVADO (% GA)



Fuente: Groupama-AM, Datastream.

¿Qué países han sido puntas de lanza de la gran deriva financiera? En el cuadro 2.2 podemos ver que los niveles de endeudamiento de la zona euro y de Estados Unidos a finales de 2009, medidos como el porcentaje del PIB, eran similares en el sector privado no financiero así como en el sector financiero y en el sector público. La diferencia estaba en el sector privado no financiero. Los hogares estadounidenses estaban bastante más endeudados que los europeos y, simétricamente, las empresas europeas lo estaban bastante más que las estadounidenses. Seguidamente se refleja la existencia de una anomalía en el sector financiero en el interior de la zona euro. Se puede ver que el sector financiero está más endeudado en la totalidad de la zona que en los países grandes que la componen. En efecto, la monstruosa hipertrofia del sector financiero se concentra en dos países: Irlanda, que figura en el cuadro con un endeudamiento financiero del 557 por 100 sobre el PIB, y Luxemburgo, que no figura.

Vemos también aparecer una característica de la debilidad de la gobernanza de la zona euro de la que nadie parece haberse percatado. La sacrosanta libertad financiera ha tolerado dos lugares *offshore* en el seno mismo de la zona euro. Paraísos fiscales y normativos, estos lugares han canalizado los flujos de capitales de toda la zona y han organizado la financiación especulativa que ha irrigado España, Portugal y Grecia. Los bancos irlandeses estaban, además, inextricablemente mezclados con la intermediación de la City, la mayor plataforma *offshore* del mundo. Estos lugares han sido las cunas del *shadow banking*, del que más adelante demostraremos su absoluto carácter nocivo.

CUADRO 2.2

DEUDAS NACIONALES BRUTAS A FINALES DE 2009 (EN % DEL PIB)

	Hogares	Empresas no financieras	Sector privado no financiero	Sector financiero	Sector público	Total (público y privado)
Estados Unidos	96	77	173	111	72	356
Japón	65	101	166	164	216	547
Gran Bretaña	103	115	219	247	70	535
Eurozona	66	105	171	118	79	368
Francia	52	65	118	88	78	283
Alemania	64	67	131	95	73	299
Italia	44	84	128	95	116	339
España	86	139	225	106	53	384
Portugal	96	139	235	54	77	366
Grecia	50	54	104	67	115	286
Irlanda	123	205	328	557	66	951

Fuentes: Cuentas nacionales, bancos centrales nacionales, BCE, Groupama-AM.

Otra enseñanza del cuadro, que contradice lo que nos han contado hasta la saciedad, es la extensión del endeudamiento del sector privado no financiero con relación al del sector público, con la notable excepción de Grecia y, en cierta medida, de Italia. La crisis de la zona euro no se origina por una crisis de las finanzas públicas. *La crisis obedece a una completa desregulación de las finanzas con la complicidad de los gobiernos, la indiferencia de los reguladores nacionales y la neutralidad benevolente del BCE.*

En efecto, los gráficos 2.2a y 2.2b muestran que los Estados y el Banco Central han socializado a gran escala las aberraciones de las finanzas, bajo la forma de una apropiación directa de las deudas bancarias, bajo la forma de refinanciamientos masivos y recurrentes de los bancos y bajo planes de sostenimiento de la actividad económica. Señalemos que la expansión del crédito entre 2006 y 2007, en el paroxismo de la especulación, se ha producido por completo o casi por completo en el sector privado de los países más afectados por la especulación. Por el contrario, en 2009, el año de los planes de reactivación, tras la catarsis sistémica de septiembre-octubre de 2008, lo que subió como la espuma fue la deuda pública para permitir el inicio del desendeudamiento del sector privado. Es el proceso habitual tras cada crisis financiera: privatización de las ganancias y socialización de las pérdidas.

GRÁFICO 2.2A

VARIACIÓN DE LA DEUDA BRUTA ENTRE 2007 Y 2006 (EN % DEL PIB)

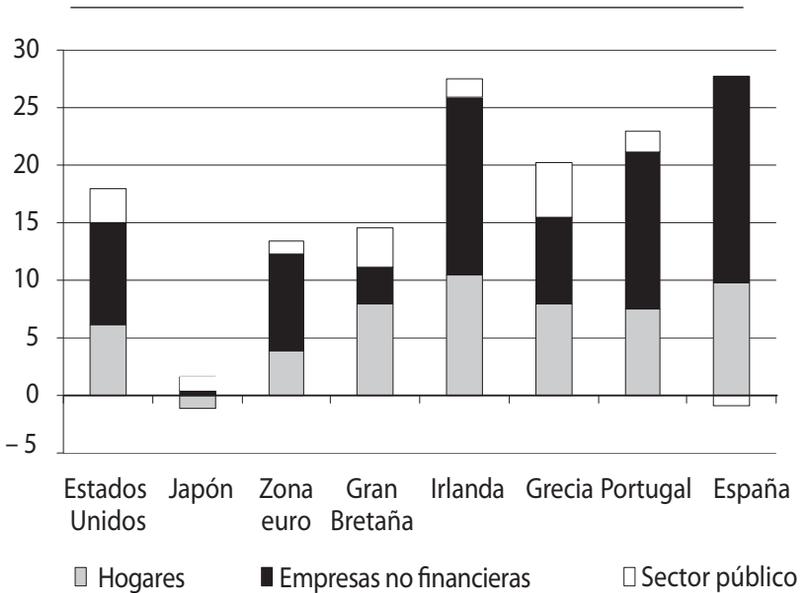
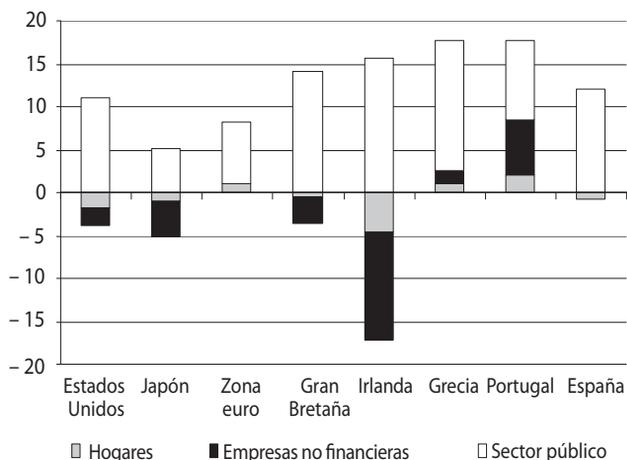


GRÁFICO 2.2B

VARIACIÓN DE LA DEUDA BRUTA ENTRE 2009 Y 2008 (EN % DEL PIB)



Fuente: Datastream.

### Contra el postulado de la eficiencia fuerte: la hipótesis de la inestabilidad intrínseca de las finanzas

Según lo observado anteriormente, el desbaratamiento de las finanzas en la zona euro procede de la interacción de dos evoluciones perversas. La primera es la participación de Europa en el proceso general de desregulación financiera llevado hasta el extremo. La segunda es el proyecto de un sistema financiero unificado cuando las autoridades de supervisión siguen siendo de ámbito nacional y cuando no se ha previsto ninguna armonización fiscal en lo que respecta a la fiscalidad del capital. Aún hay que entender por qué los mercados no podían suplir las carencias de los políticos. Esto conduce a disparar las ilusiones sobre la naturaleza de las finanzas.

#### *La confusión de tiempos*

La concepción de los mercados eficientes puede declinarse bajo diferentes oropes. Solo la forma que se denomina eficiencia fuerte pretende que el mercado financiero produce la asignación óptima del ahorro. Aúna en un único modelo la hipótesis de las expectativas racionales y la del valor fundamental de los activos. Esta asimilación no es en absoluto evidente.

Hay que entender de entrada que las expectativas racionales únicamente se pueden postular cuando se realizan. Debe haber, en este caso, un retorno del futuro (las expectativas) sobre el presente (el equilibrio

económico constatado). Ni de un sistema mecánico ni de un organismo vivo se puede decir que esté determinado por el futuro. Su funcionamiento y su ley de evolución, si es que la tiene, es el resultado de encadenamientos causales más o menos complejos y la misión del trabajo científico es descubrirlos. Pero este descubrimiento no tiene ningún efecto sobre la lógica interna del sistema que se estudia. El tiempo causal tiene una flecha que no es reversible, sea cual sea el conocimiento que tengamos de ella. De ahí se deduce que la reflexividad de las expectativas financieras sobre el precio de los activos y, por lo tanto, sobre los equilibrios económicos no puede ser causal. Sin embargo, el valor fundamental es supuestamente una objetividad determinada, que se supone exterior al mercado financiero y que sin embargo éste desvela. Una afirmación así sólo es posible, como argumenta Dupuy (2012), gracias a una confusión entre el tiempo de la expectativa y el tiempo causal de los procesos objetivos.

¿Cómo puede una magnitud económica, el valor fundamental, estar a la vez determinada por el futuro, es decir, por expectativas subjetivas por naturaleza, y ser objetiva, es decir, exterior al mercado y anterior lógicamente a él, de manera que el precio de mercado llegue a fijarse según ese valor fundamental?

Enunciemos la ecuación de definición del valor fundamental (VF) suponiendo, para simplificar sin pérdida de generalidad, que no hay más que dos fechas, el presente (t) y el futuro (t+1):  $VF_t = (R_{t,t+1}^e + VF_{t,t+1}^e)/(1 + x)$  donde  $R_{t,t+1}^e$  es el ingreso futuro esperado de la posesión del activo y x es el tipo de actualización. Decir que las expectativas son racionales sería decir que los actores del mercado de activos en consideración utilizan toda la información disponible para formular sus expectativas. Esto se expresaría entonces mediante una esperanza matemática:

$$VF_t = E_t (R_{t,t+1} + VF_{t,t+1})/(1 + x)$$

Decir que el VF es el «verdadero» modelo de la economía equivale a decir que la totalidad de los actores racionales son capaces de calcularlo únicamente empleando este modelo y que efectúan anticipaciones sobre los ingresos futuros de tal manera que las ofertas y las demandas que resultan de ello equilibran el mercado a un precio  $P_t = VF_t$ . Pero para hacer este cálculo, de manera que el mercado transforme sin ambigüedad la información en precio, sería necesario que se pudiera conocer x. Como señala Édouard Challe (2005) en una crítica muy fina e implacable del valor fundamental, esta ecuación es únicamente una ecuación de arbitraje muy particular. Una ecuación de arbitraje estipula que en mercados eficientes no puede haber rendimientos «en exceso», de forma que nadie pueda «vencer al mercado» de manera sistemática. Los actores racionales detectan y eliminan instantáneamente todo beneficio sin riesgo de que esto se pueda hacer vendiendo

un activo sobrevalorado y comprando un activo subvalorado. Una relación de arbitraje no es sino una ecuación que iguala el rendimiento de dos activos. No puede servir para determinar el precio de un activo a partir de su rendimiento si no conocemos previamente el rendimiento del otro. Ahora bien, la ecuación del VF es una ecuación de arbitraje del mercado de activos... consigo mismo. En realidad, se escribe de esta manera:

$$E_t (R_{t+1} + VF_{t+1}) / VF_t = 1 + x$$

El término de la izquierda de la ecuación es la definición misma del rendimiento del activo. El término de la derecha es el rendimiento requerido de ese mismo activo, que se escribe  $x = r + \rho$ , donde  $r$  es el tipo de interés sin riesgo y  $\rho$  la prima de riesgo de la posesión del activo en consideración. Por supuesto, la prima de riesgo es tan desconocida como el propio valor fundamental. Es en esencia fluctuante y debe sin embargo anticiparse. Se desprende de ello que la eficiencia, es decir, la ecuación de arbitraje, no podrá establecer VF puesto que hay dos incógnitas para una sola ecuación: el valor fundamental y la prima de riesgo. Para poder determinar VF es necesario especificar además un modelo de valorización capaz de determinar  $x$  de forma que sea anticipada por todos los agentes. Pero esto ya no tiene nada que ver con la eficiencia informativa de las finanzas. Dado que ningún modelo de evaluación podría justificarse por la condición de arbitraje que define la eficiencia, nos encontramos de lleno en lo arbitrario. *Hay tantas dinámicas de los precios de los activos como creencias a priori sobre el futuro de la economía que incorpora esos activos.* Los mercados de activos evolucionan en una incertidumbre que arrastra lógicamente una infinidad posible de equilibrios dinámicos. Las expectativas racionales son necesariamente creencias. Su influencia sobre los precios de hoy es un efecto de reflexividad que podemos llamar coordinación mediante el futuro. Todo radica en saber cómo se coordinan los actores racionales respecto a un precio que está determinado en todo momento, pero afectado por fluctuaciones en el tiempo cuyos perfiles son erráticos independientemente de cuál sea la escala temporal desde la que se las observa y cuyos rangos no tienen límites *a priori*.

La afirmación de la unicidad del valor fundamental de los activos es, por consiguiente, una afirmación dogmática que se encuentra en el corazón de la incapacidad que esta concepción «realista» o «naturalista» de las finanzas muestra para tratar la incertidumbre. La multiplicación de las subidas imponentes de los precios de los activos seguidas de crisis financieras en todas partes del mundo desde el principio de la liberalización financiera hace ya más de treinta años están ahí para dar testimonio. Las burbujas especulativas más diversas, por su duración y por sus consecuencias, muestran que las expectativas no están limitadas por ningún modelo de evaluación particular más que por otro, puesto que estos modelos no pueden justificarse por los principios básicos de la eficiencia financiera. La expectativa es una elección subjetiva

entre mundos posibles. El tiempo de la expectativa es contrafáctico: se ha hecho determinada elección y de ello resultará un determinado equilibrio económico, pero la elección podría haber sido otra y de ella habría resultado otro equilibrio. Las estimaciones sobre el porvenir son *a priori* ilimitadas y los equilibrios que resulten de la reflexividad son múltiples. El equilibrio que se realiza en un momento dado es obviamente una coordinación mediante el porvenir. Esta coordinación es autorreferencial. Es el resultado del cierre de las estimaciones sobre el porvenir por parte de los participantes en las transacciones financieras, que culmina en una referencia común que es el producto de sus interacciones. El mercado produce la valoración financiera mediante su coordinación interna. Pero esta no demuestra que el precio de equilibrio que se realice pueda designarse como un «valor fundamental». El mercado crea el valor financiero, no se limita a reflejar un valor fundamental preestablecido. Pensar lo contrario es confundir la dependencia causal, que se impone objetivamente, y la dependencia contrafáctica, que es de naturaleza autorreferencial.

Ha sido esta última hipótesis, sin embargo, la que han enunciado los partidarios de la unicidad del valor fundamental y de la revelación de esta unicidad por el mercado. La genialidad de Keynes, totalmente incomprendida salvo por pensadores como Knight, quien se tomó en serio la incertidumbre, fue conceptualizar la alteridad del tiempo causal y del tiempo contrafáctico y demostrar sobre esta base que los «espíritus animales» gobernaban los equilibrios macroeconómicos.

### **Diferentes modos de coordinación**

Las finanzas incluyen esencialmente dos formas de coordinación contrafáctica, que conducen a expectativas racionales en el sentido de su autorrealización. Son el modelo del profeta y el modelo convencional. El modelo del profeta produce equilibrios estratégicos mediante la atracción por un predictor. La especulación ganadora de Soros sobre la devaluación de la libra esterlina en septiembre de 1992 es un ejemplo emblemático (Aglietta *et al.*, 2010). El predictor no gana porque tenga una presciencia causal del futuro, sino porque ha entendido la reflexividad y es capaz de dotarse de los medios financieros para arrastrar al mercado gracias a su apalancamiento financiero. Lo que hace verdadera su predicción es saber que la creencia que pretende suscitar será compartida. Se dice entonces que hay complementariedad estratégica. En el modelo convencional, la emergencia de la convención común se produce gracias a la polarización sobre variables de interfaz que actúan como catalizadores del cierre autorreferencial. Las variables de interfaz pueden ser anuncios económicos diversos: un día el paro, otro día el déficit comercial o la tasa de inflación del mes anterior. Pueden

ser declaraciones políticas o cualquier «acontecimiento» que adopte el papel de catalizador en la polarización intersubjetiva sobre una opinión común del precio futuro. El mimetismo es una poderosa fuerza del cierre autorreferencial del mercado. Para quien entiende que ese cierre es contrafáctico, el mimetismo es lo más racional que existe para formar la opinión pública.

El cierre por el porvenir, que se autorreferencia entre las elecciones contrafactuales del futuro, es la naturaleza de las finanzas. La cuestión que se plantea entonces es la siguiente: ¿qué hay en esta lógica que vuelve a las finanzas totalmente inestables?

Las finanzas no operan sobre cosas «reales». Son el deseo de hacer dinero con dinero anticipando las promesas de beneficios futuros. Y esta relación puramente abstracta, luego exclusivamente cuantitativa de la moneda consigo misma, es un deseo que no tiene límites. No puede saciarse, ni encuentra estorbos físicos. Pero los actores de las finanzas viven en la incertidumbre, porque necesitan hacer efectivas las ganancias virtuales que han anticipado vendiendo los activos a los precios que esperaban. Necesitan pues que se presenten compradores a esos precios. Esto depende de la estimación de las otras partes. Los compradores iniciales que quieren obtener beneficios revendiendo sus títulos deben pues estimar las expectativas de sus eventuales contrapartes, es decir, el grado de liquidez del mercado. Ahora bien, un mercado financiero es muy distinto que un mercado ordinario. La reflexividad es generalizada porque todos los participantes pueden postularse como compradores o vendedores de títulos. Esta generalización, en la que todo el mundo anticipa las opiniones de todo el mundo, es lo que permite el cierre autorreferencial sobre una convención común.

Por eso la liquidez es cualquier cosa menos el objeto de un conocimiento causal. Producto de la autorreferencialidad de los mercados, desaparece cuando todo el mundo tiene una inmediata sed de dinero y, por lo tanto, el cierre autorreferencial de la comunidad de participantes en los mercados cambia de manera brutal.

Y esto es así porque los mercados financieros no se pueden asimilar a los mercados ordinarios. En los mercados ordinarios, los compradores y los vendedores son agentes económicos separados. Hay encuestas que indagan sobre los hábitos de los consumidores. El estado de las existencias aporta ideas precisas sobre los posibles movimientos de los precios. Los datos objetivos de la productividad y del coste de los factores de producción limitan su rango. Nada de esto ocurre en los mercados financieros. Un mismo actor puede ser comprador o vendedor en cualquier momento. Toda información está sujeta a interpretación en un juego de espejos en el que todo el mundo piensa lo que los otros piensan. Los precios de los activos financieros no tienen límite

natural: puede variar del cero al infinito. El espectro de sus fluctuaciones es el mismo sea cual sea la frecuencia temporal desde la que se le observe. Se dice de ellos que son fractales. De ahí se deduce una indeterminación invalidante de la extensión y de la duración de sus fases alcistas y bajistas y, por lo tanto, de la ocurrencia de las crisis. Por eso la lógica de la especulación se describe en términos de psicología colectiva: clima de confianza, optimismo, pesimismo, aversión o apetencia por el riesgo, euforia o pánico.

La liquidez del mercado es el resultado de la convención que se forma sobre el precio de equilibrio del momento. Cuando la convención es estable y robusta, las incesantes transacciones no modifican prácticamente el precio. En otras circunstancias, por el contrario, la opinión colectiva se deja llevar por una ola especulativa, es decir, por una espiral alcista o bajista. El mercado da la impresión de ser una jauría mimética. La mayor incertidumbre afecta al punto de inflexión, al que precede un periodo de duda sobre la convención en vigor. La coordinación del mercado se desagrega. Las convenciones sucesivas son fugaces. Son los periodos de enorme volatilidad.

El punto importante es que la convención alcista autosustentada de los precios de los activos, la llamada burbuja, es la configuración más frecuente de las finanzas porque es el resultado del deseo de dinero y porque está financiada por el endeudamiento. Y el vínculo entre la burbuja especulativa y el apalancamiento financiero conduce a las crisis financieras.

## **Precio de los activos y endeudamiento: la pareja infernal**

### *Apalancamiento financiero y persistencia de la burbuja*

La hipótesis de la inestabilidad intrínseca de las finanzas, formulada teóricamente por Hyman Minsky (1986), está íntimamente ligada al cierre autorreferencial de los mercados financieros cuyos fundamentos hemos establecido hace un momento. Esta hipótesis vincula estrechamente la convención alcista de los precios de los activos, que Minsky llama euforia, y su financiación mediante deuda que permite amplificar las posiciones y, por lo tanto, las ganancias de capital. Esta financiación hace intervenir a los bancos y más en general a los intermediarios que proporcionan el crédito a los inversores que toman posiciones mediante distintas técnicas.

La financiación de la adquisición de los activos mediante apalancamiento modifica la interacción entre el tiempo causal que se inscribe en los balances de los prestamistas y los prestatarios y el tiempo contrafáctico de las expectativas. Cerrar un contrato de deuda es, en efecto, crear una promesa de honrar esa deuda, es decir, cerrar un compromiso que se extiende hacia el futuro mediante una secuencia de flujo de pagos hasta el horizonte de dicha deuda.

El apalancamiento financiero permite a un gestor de activos o a un *hedge fund*, por ejemplo, invertir una suma mayor que el capital que le ha sido aportado por los inversores. Por cada unidad de capital puede invertir un múltiplo  $n$  igual al nivel de apalancamiento. Siempre que el rendimiento del activo sobrepase el coste del préstamo, el apalancamiento mejora la rentabilidad financiera que se persigue con el capital invertido. Se trata de endeudarse más para ganar más, ya que el endeudamiento sostiene una demanda de activos mayor para una oferta dada, lo cual alimenta la persistencia de la convención alcista y la autorrealiza. La euforia es, pues, una coordinación contrafáctica de las expectativas sustentada por un combustible muy real, la creación monetaria, que está detrás del apalancamiento financiero. Este proceso no solamente se automantiene sino que tiende a embalsarse, puesto que cuanto más elevado es el apalancamiento, menor es la cantidad de capital que debe ser remunerado por la misma cantidad de activos objeto de gestión y mayor pues el rendimiento del capital.

Desembocamos así en una proposición sorprendente. *Cuando un actor financiero entra en una burbuja financiada a crédito, le interesa permanecer en ella*, porque este actor no se endeuda en función de los ingresos corrientes que su actividad económica podría en otro caso generar, sino que lo hace en función de las ganancias de capital anticipadas, de acuerdo con la convención alcista, procedentes de las posiciones que ha adquirido. Se endeuda, pues, contra un colateral constituido bien por ese activo especulativo en particular, bien por otros activos que pueda pignorar para satisfacer al prestamista. De aquí se deduce que su compromiso de saldar su deuda en el futuro, que es un límite objetivo, depende de que la convención alcista continúe. El que pueda honrar en su integridad sus pignoras depende únicamente de que la convención alcista continúe. Como todos los inversores que operan mediante apalancamiento se encuentran bajo la misma constricción y como la competencia por el mejor rendimiento les fuerza a endeudarse, la convención alcista se mantiene. Por eso las euforias especulativas son procesos prolongados cuya fecha de inflexión, la ruptura de la convención alcista, se desconoce radicalmente. Pero una cosa es segura: la causa de su precipitación es que se impone la constricción del endeudamiento.

Pero, ¿qué ocurre con los prestamistas y qué ocurre con el régimen del crédito? Llamamos banco de inversión (*shadow banks*) a los intermediarios que prestan el apalancamiento a los inversores en operaciones especulativas. Estos intermediarios son esencialmente los bancos de inversión o los departamentos de inversión y financiación de los bancos universales. Se financian ellos mismo bien a partir de su base de depósitos, bien mediante la emisión de deuda mercantil que compran los inversores institucionales (fondos comunes de inversión, compañías de seguros), bien mediante un

endeudamiento cruzado, es decir, una red de pignoraciones de contrapartidas. Inspirándonos en el análisis de Hyun Song Shin (2010), el recuadro 2.1 permite demostrar el resultado siguiente: *el sistema financiero comprometido en una burbuja especulativa financiada mediante el apalancamiento financiero no posee ninguna fuerza endógena que ajuste el mercado del crédito*. Conduce al estallido de la burbuja, que puede tener como consecuencia una crisis bancaria sistémica si la estructura de los compromisos de contrapartidas provoca la desaparición de la liquidez.

La cantidad de crédito que los bancos de inversión prestan a los actores implicados en la burbuja especulativa depende de su propio apalancamiento. En tanto que organismos bancarios se les supone que gestionan sus riesgos, es decir, deben fijar una cantidad de capital económico que mantienen en reserva contra el riesgo de pérdidas procedentes de la incapacidad de sus prestatarios para devolver sus deudas. Esta suma de capital la determina un modelo estadístico llamado *value-at-risk* [valor en riesgo] (VaR), que calcula las provisiones de capital para que la probabilidad de la pérdida sufrida no sobrepase un umbral de confianza dado. Las pérdidas proceden de la eventual caída del valor del colateral que se ofreció como garantía del préstamo. El valor del colateral es el del precio del activo especulativo o de cualquier otro activo cuyo valor esté influido por la convención eufórica. Cuando la burbuja se desarrolla los precios de los activos suben y el VaR baja, incitando a los bancos de inversión a aumentar su apalancamiento y a validar la creciente demanda de apalancamiento de sus prestatarios.

De aquí se deduce que los prestamistas tienen que tener las mismas expectativas que los inversores en operaciones especulativas. Están indirectamente implicados en la burbuja. Además los bancos de inversión están inmersos en una competencia feroz por los segmentos lucrativos de mercado de este tipo de crédito. Es el conjunto de sistema bancario, por lo tanto, el que se implica en esta huida hacia adelante en pos del apalancamiento, luego indirectamente en la prosecución de la burbuja, pero también en la exposición de su pasivo al estallido de esta.

Se comprende bien ahora por qué la noción de disciplina de mercado es un mal chiste. La convención alcista de los mercados de activos arrastra al abismo a todo el sistema bancario, porque la demanda agregada de crédito por los compradores de activos y la oferta agregada de crédito por parte de sus prestamistas son ambas funciones crecientes de la estimación alcista del precio de aquellos, que ya hemos visto por qué era persistente. Como la oferta y la demanda de crédito están estrechamente correlacionadas, progresan a la par y validan el alza de precios de los activos sin que se produzca una subida de tipos de interés capaz de ejercer una fuerza de ajuste reductora y susceptible, por lo tanto, de revertir el apalancamiento financiero

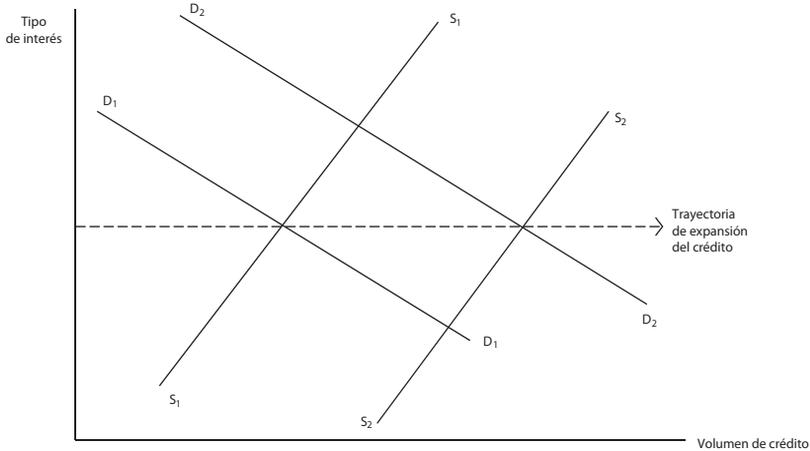
(gráfico 2.3). Además, la caída del VaR implica una disminución de los *spreads* con relación al tipo del mercado monetario, en lugar del aumento que podría esperarse dada la rápida progresión de la oferta de crédito.

### **Burbuja especulativa y crisis bancaria sistémica**

Nos queda una última cuestión. ¿Por qué el estallido de una burbuja especulativa sobre uno o varios activos puede desencadenar una crisis bancaria sistémica? Al hilo del análisis de H. S. Shin hemos mostrado en el recuadro 2.1 que esto procede de la red de compromisos de las contrapartidas que se han tejido durante la financiación del apalancamiento de los adquirentes de activos. Recordemos que el activo especulativo o determinados activos correlativos a él son los colaterales de los préstamos. Cuando la burbuja especulativa estalla, el valor de la garantía colateral se hunde. El *value at risk* salta para todos los prestamistas, provocando una urgente necesidad de rebajar el apalancamiento financiero, pero el modelo del recuadro 2.1 muestra que durante la fase eufórica el incremento del apalancamiento de los prestatarios ha sido financiado por una intensificación de los compromisos cruzados entre los prestamistas. El *shadow banking* se hincha y la red de contrapartidas se hace más densa para financiar la demanda añadida de crédito, que se acelera. A contrapelo, cuando el valor del colateral se hunde, la imperativa necesidad de reducir el apalancamiento sobre el pasivo de los bancos de inversión, en una situación en la que no pueden emitir acciones debido al deterioro de sus balances, les conduce a vender todos los activos que puedan y a presionar para reducir sus compromisos recíprocos. Los bancos intentan mantener el valor nominal de sus créditos sobre sus prestatarios finales para no tener que contabilizar pérdidas. Este movimiento simultáneo de contracción del pasivo mediante la disminución del apalancamiento y la caída del valor del capital es, por supuesto, imposible puesto que viola la igualdad contable de los dos lados del balance. Para evitar la reducción simultánea del valor de las posiciones acreedoras de los bancos sobre los actores no bancarios, es necesario que aquellos reciban crédito para compensar el descenso del valor de su pasivo. Evidentemente ningún actor privado querría prestarles en esta situación de estrés generalizado. Sólo podría hacerlo el prestamista en última instancia (recuadro 2.1).

GRÁFICO 2.3

## INTERDEPENDENCIA DE LA OFERTA Y DE LA DEMANDA DE CRÉDITO



Se deduce de esto que un sistema financiero plenamente competitivo, es decir, autosuficiente en sus capacidades de ajuste ante los choques, no puede existir. La creencia opuesta, extendida entre la comunidad financiera, los responsables políticos, los banqueros centrales y los reguladores, de que las innovaciones financieras habían vuelto autosuficiente al sector financiero frente a los choques ha sido la gran ilusión que ha justificado la permisividad ante todos los excesos. Se trata de un naufragio intelectual colectivo que procede como hemos visto del paradigma sobre el que se funda la ortodoxia financiera.

*Las finanzas están necesariamente subordinadas a la institución en quien la soberanía política haya delegado el poder de la creación de dinero ex nihilo, es decir, el banco central.* Como nuestra preocupación consiste en comprender los defectos de la gobernanza de la zona euro y concebir vías de mejora, esta proposición es crucial. Por una parte, significa que las finanzas no pueden ser viables si no están enmarcadas y estrechamente reguladas por los poderes públicos. Por otra, desvela por qué el euro es una moneda incompleta. El Banco Central Europeo, al no estar vinculado a una soberanía adecuada a su envergadura, constata que su papel como prestamista en última instancia es puesto constantemente en entredicho. Veremos más adelante que esto conlleva una propagación mucho más devastadora del estrés financiero que en una economía en la que la moneda es soberana.

## RECUADRO 2.1

## INTERMEDIACIÓN DEL MERCADO Y BURBUJA ESPECULATIVA

**La red de las contrapartes**

Los *shadow banks* financian sus adquisiciones de créditos estructurados antes de revenderlos a los inversores mediante operaciones a muy corto plazo (repos sobre el valor de los activos, emisión de *asset-backed commercial paper* y líneas de crédito proporcionadas por los *prime brokers*). Sean  $n$  «bancos»;  $e_i$  el valor de los fondos propios de  $i$ ;  $y_i$  la posición acreedora del «banco»  $i$  sobre los prestatarios finales en el *pool* de créditos;  $x_{ij}$  el valor de mercado de las operaciones de financiación de  $i$  detentadas por  $j$ ;  $\pi_{ij}$  la parte de las operaciones de financiación de  $i$  detentadas por  $j$ ; y  $x_i$  el valor total de las pignoraciones de  $i$ .

El balance de  $i$  se escribe:  $a_i = y_i + \sum_j x_j \pi_{ji} = e_i + x_i$  donde  $a_i$  es el total de los activos en el balance.

Apalancamiento de  $i$ :  $\lambda_i = a_i/e_i = 1 + x_i/e_i$

La parte de las operaciones de financiación de  $i$  detentada por el  $(n+1)^{\text{c}}$  acreedor es:

$$z_i = 1 - \sum_j \pi_{ij}$$

$\Pi$  es la matriz  $(i,j)$  de las operaciones de las contrapartidas en el sistema de intermediación.

$\Lambda$  es la matriz diagonal de los apalancamientos  $\lambda_i$ . El vector de los créditos detentados por el conjunto de los bancos sobre los prestatarios finales:  $y = e + e(\Lambda - I)(I - \Pi)$ , función creciente del apalancamiento y del valor de los fondos propios.

El balance agregado del sistema de intermediación cuando todas las operaciones financieras cruzadas se compensan es:

$$\sum y_i = \sum e_i + \sum z_i x_i$$

**Apalancamiento de financiación, riesgo de contrapartida y prestamista en última instancia**

Consideremos el balance agregado del sistema de intermediación que acabamos de anotar. Los activos poseídos  $y$  y el capital  $e$  son funciones crecientes del precio de los activos de garantía. Estos dos componentes del balance están correlacionados. Pero los compromisos de los bancos aumenta mucho más rápido puesto que:  $x_i = (\lambda_i - 1) e_i$  y dado que el apalancamiento  $\lambda_i$  crece con  $e_i$  para todo  $i$ . El equilibrio del balance agregado es únicamente posible si  $z_i$  disminuye, es decir, si los bancos de inversión aumentan sus operaciones cruzadas y piden menos prestado a las entidades no bancarias. El alza del apalancamiento conlleva una estructura más densa y más larga de la cadena de intermediación, con *mismatch* en

el vencimiento en cada eslabón: activos cada vez más ilíquidos conforme los préstamos iniciales llegan a las categorías de hogares menos solventes, financiados por operaciones con plazo de vencimiento cada vez más corto, con la subida del apalancamiento atraída por un tipo de interés más bajo.

Cuando la burbuja especulativa sobre el colateral estalla, se produce la inversión del proceso. La caída del valor del colateral arrastra la del valor de mercado de los bancos  $e_i$ . Expresada de acuerdo con el principio contable de *mark-to-market*, la estructura del pasivo deuda/capital se deteriora. En consecuencia, el VaR se dispara si el precio de la garantía se hunde junto con el cambio de la convención de mercado. Hay que reducir precipitadamente el apalancamiento  $\lambda_i$ .

Veamos de nuevo el balance agregado del sistema de los intermediarios de mercado contabilizado de acuerdo con el principio *mark-to-market*.

$$\sum_{i=1}^n y_i = \sum_{i=1}^n e_i + \sum_{i=1}^n z_i x_i$$

Los préstamos a los actores no financieros  $y_i$  son siempre por su valor nominal, por lo tanto no cambian en el momento en el que se hunde el precio de los activos. El valor de mercado de los fondos propios  $e_i$  se hunde con el valor de la garantía de los préstamos bancarios. Todas las operaciones cruzadas  $x_{ij}$  se reducen con la disminución de los apalancamientos bancarios. El equilibrio contable, por consiguiente, es solo posible si los préstamos  $z_i$  de las entidades no bancarias aumentan la cantidad necesaria como para redondear el balance sin una caída generalizada del valor de los créditos  $y_j$ , lo que provocaría el hundimiento del sistema financiero. Ahora bien, ningún agente privado quiere ya prestar a los bancos cuando ellos no se prestan entre a sí. *La única solución que conserva la integridad del sistema de intermediación financiera es la intervención del prestamista en última instancia con cantidades potencialmente ilimitadas.*

## 2. La gran divergencia de las economías y la gran deriva de la deuda privada en la zona euro

El peor error de diagnóstico que se puede cometer es identificar la causa de los problemas de la zona euro como una falta de control sobre las deudas públicas. Como ya hemos visto, hasta 2008 había sido la deuda privada la que se había disparado. Grecia sería la excepción que confirma la regla y una pobre excusa para sostener lo insostenible. La expansión de la deuda privada, que ha financiado las burbujas especulativas en el mundo occidental después de las crisis asiática y rusa de 1997-1998, es un resultado de la dinámica financiera antes expuesta. En sí mismo no es distinto lo que ha ocurrido en la zona euro de lo que ha ocurrido en Estados Unidos, en Gran Bretaña o en cualquier otro país que haya conocido burbujas inmobiliarias devastadoras. Lo que hay que comprender es la divergencia de las

evoluciones económicas y financieras entre los países de la zona euro que se ha sumado a la huida hacia adelante de las finanzas.

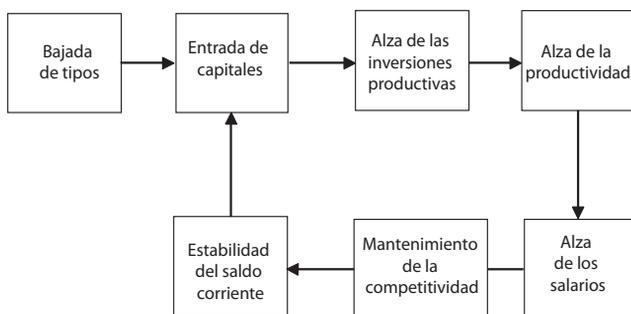
### Dinámica financiera y fracaso de la Estrategia de Lisboa

Una vez establecida la unión monetaria, la Estrategia de Lisboa tenía como objetivo la recuperación del crecimiento potencial de Europa, el estímulo de la innovación y el aseguramiento de la convergencia real de los países miembros, sin más políticas comunes que la política monetaria. Los resultados no estuvieron a la altura de lo esperado. El crecimiento europeo ha seguido ralentizándose y la divergencia real de las economías, especialmente en términos de competitividad, se ha agravado. Estos efectos se han visto reforzados por la competencia fiscal. En cierto sentido, la Estrategia de Lisboa ha apostado por la creencia en las virtudes autorreguladoras de los mercados. De ahí se deducía que la coordinación política era secundaria. Se decía de ella que era abierta, es decir, blanda, a diferencia del mercado interior que se construía en torno a textos jurídicos que se incorporaban en las legislaciones de los Estados miembros. Esto tuvo como resultado que las iniciativas comunitarias declinaron hasta desaparecer y que la concertación intergubernamental ocupó todo el espacio político.

Lo que se esperaba de la formación de la unión económica y monetaria era el proceso virtuoso que se describe en el gráfico 2.4.

GRÁFICO 2.4

EL ESPEJISMO DEL CÍRCULO VIRTUOSO QUE SE ESPERABA DE LA ESTRATEGIA DE LISBOA



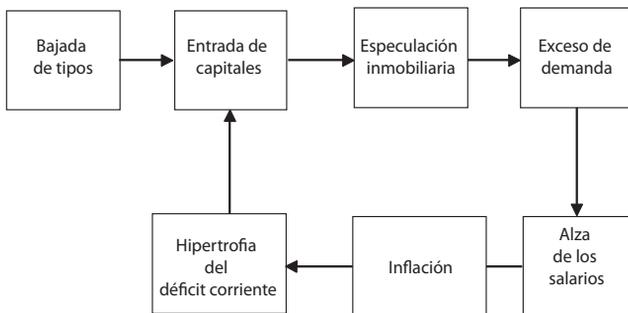
Se suponía que los tipos de interés en los países que los tenían ya elevados antes de la unión económica y monetaria convergerían en dirección a los

alemanes, lo que sí se produjo. El resultado fue un descenso espectacular del coste del capital en esos países. El aumento inducido de la rentabilidad de los sectores productivos debía producir entradas de capitales que financiarían un potente crecimiento de las inversiones productivas, las cuales facilitarían el avance de la productividad, y por ende de la competitividad de esos países, mediante un esfuerzo masivo de inversiones productivas en los sectores abiertos a la competencia internacional. El alza de la productividad conllevaría subidas de los salarios reales que no deteriorarían la competitividad, puesto que serían a lo sumo iguales a las ganancias de la productividad del trabajo. Como consecuencia, el crecimiento de la demanda interna, debido a la progresión de los ingresos, sería compatible con el mantenimiento del equilibrio exterior, haciendo así perfectamente sostenibles los flujos de capitales. En resumen, un círculo virtuoso que permitiría la equiparación progresiva de los países más avanzados y los más atrasados en términos de nivel de vida.

Este círculo virtuoso no se produjo. No era más que un espejismo. La divergencia que se acumuló en la zona euro tenía la misma causa que la que llevó a la crisis financiera: el desorden de las finanzas occidentales que cada vez más se alejaron de su papel de financiador de la economía. Este desorden adoptó una extensión inusitada, porque se produjo sobre un terreno favorable: tipos de interés muy bajos, inflación muy débil, innovaciones financieras en torno a la transferencia de los riesgos de crédito. El dispositivo negativo que se produjo hizo divergir a los países afectados por el mismo, que fueron los llamados países periféricos (Irlanda, España, Portugal, Grecia) (gráfico 2.5).

GRÁFICO 2.5

EL CÍRCULO VICIOSO DE LA BURBUJA ESPECULATIVA Y DE LA DERIVA DEL ENDEUDAMIENTO PRIVADO



Esta divergencia creó la gran vulnerabilidad financiera de los países periféricos cuando estalló la crisis. Se sigue de aquí que la transferencia de riesgo a las finanzas públicas de estos países ha sido lo suficientemente masiva como para que los bancos acreedores y otros inversores financieros, cuyo comportamiento anterior había provocado la crisis, sientan ahora miedo. Los *spreads* muy débiles sobre los títulos soberanos en el interior de la zona euro antes de la crisis tenían las mismas características que los *spreads* muy débiles sobre las *collateralized debt obligations* (CDO) construidas sobre los créditos *subprime* en relación con los títulos del Tesoro estadounidense. En ambos casos los riesgos no fueron evaluados correctamente.

### **¿Es la zona euro algo más que un sistema monetario internacional de cambio fijo?**

Es una pregunta que aparentemente busca provocar. Pero en cualquier caso, el fracaso de la primera década de la zona euro no se debe a la mala fortuna de un choque exógeno susceptible de hacer descarrillar una estrategia bien concebida. Es una evolución endógena que demuestra la gobernanza mal concebida que ha acompañado esta reforma monetaria.

En el capítulo 1 hemos descrito la génesis de la zona euro y hemos mostrado que las proposiciones abortadas del informe de Werner, desestimadas en la década de 1970, fueron completamente olvidadas en la preparación del Tratado de Maastricht. Ahora bien, el informe de Werner sostenía que no podía haber una unión monetaria viable sin la coordinación de las políticas macroeconómicas, cuyo instrumento son los presupuestos públicos. Al rechazar esta coordinación, ¿qué se ha hecho sino crear una moneda que, para todos los países con la excepción de Alemania, es una moneda extranjera? Tendríamos una especie de patrón oro, pero mucho más rígido. Por un lado, el patrón oro preveía la suspensión temporal de la convertibilidad, cuyo equivalente sería la salida temporal de la zona euro en el caso de un país con graves dificultades, algo que el Tratado de Maastricht excluyó. Por otro, el país financieramente dominante en el patrón oro, es decir, Gran Bretaña, conducía la política de las tasas de descuento de tal forma que las divergencias en la balanza de pagos se redujeran y que los movimientos de capitales que las financiaban fueran estabilizantes. Tanto en el SME como en la zona euro lo que se produjo fue justo lo contrario.

*La historia trastabilla en Europa: la crisis del SME como primer acto de la crisis de la zona euro*

En el capítulo 1 nos hemos limitado a evocar las tres crisis de la zona euro entre septiembre de 1992 y julio de 1993. Los síntomas de estas crisis

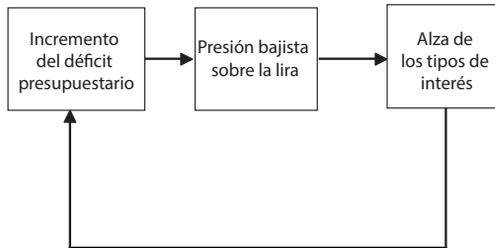
son fascinantes porque se pueden reproducir en la lectura de los acontecimientos ocurridos a partir de 2010 cambiando simplemente los nombres de algunos países. Los tres síntomas eran el anclaje sobre Alemania, Italia como eslabón débil y los impactos financieros provocados por el estallido de la burbuja inmobiliaria en Estados Unidos y Gran Bretaña. Y se activaron gracias a dos catalizadores, la bajada del dólar y el referéndum francés.

La liberación de los movimientos de capitales, debida al objetivo de crear un mercado interior de servicios financieros, reforzó mucho la sensibilidad de los tipos de cambio a las discordancias de los tipos de interés que percibían los mercados. La dependencia del juicio de los mercados era incluso más frágil, puesto que la conservación del sistema de cambios implicaba la acumulación de deuda en los países en los que los desequilibrios financieros eran más acusados.

La crisis financiera estadounidense, vinculada con la regresión del mercado inmobiliario en 1990 y 1991, había difundido una recesión internacional que había agravado la situación italiana. Los déficits públicos se disparaban de manera aparentemente incontrolable, puesto que la interacción entre los fracasos de la política económica y la especulación sobre los mercados de obligaciones se convertían en un círculo vicioso (gráfico 2.6).

GRÁFICO 2.6

EFFECTO BOLA DE NIEVE SOBRE LA DEUDA PÚBLICA ITALIANA EN  
SEPTIEMBRE DE 1992



Los participantes en este mercado interpretaron las subidas de los tipos de interés como un signo del rápido deterioro de la situación económica por la incapacidad de los poderes públicos de respetar los criterios de convergencia impuestos por el Tratado de Maastricht a la vez que Italia todavía permanecía dentro del marco de las reglas del SME.

La caída de este eslabón más débil facilitó la propagación de la especulación sobre la libra esterlina, orquestada de manera espectacular por George

Soros. La crisis inmobiliaria había dejado como herencia un sobreendeudamiento de los hogares. Por eso la bajada de los tipos de interés era crucial para evitar una asfixia de la economía por la extensión de la insolvencia en el sector privado y el estrangulamiento del crédito. Pero las constricciones del SME impedían que los tipos nominales subieran por encima del 10 por 100, lo que implicaba un aumento de los tipos reales con la desinflación que resultaba de la recesión. Parecía que los intereses de Gran Bretaña y Alemania eran completamente incompatibles. Gran Bretaña estaba en una fase de consolidación de deuda para absorber los excesos del endeudamiento anterior. Alemania se encontraba en una fase de acumulación de deuda para financiar la reunificación. El gobierno británico dejó caer deliberadamente el cambio hasta rozar el límite inferior de la fluctuación para colocar al Bundesbank ante la exigencia de sostener la libra. Dadas las presiones inflacionistas en Alemania, Soros apostó que el Bundesbank retiraría su apoyo y que, a diferencia de Francia, la voluntad política de las autoridades británicas de «resistir» era débil; esto provocó la devaluación de la libra seguida de un nuevo cuestionamiento de las reglas de funcionamiento del SME. Desencadenó una especulación a gran escala acompañada de una campaña mediática agresiva para arrastrar al conjunto del mercado.

La crisis del SME fue, pues, una validación empírica del teorema de incompatibilidad: no es posible perennizar un sistema de cambio fijo (es decir, con estrechos márgenes de fluctuación) con libertad de movimientos de capitales si no hay un acuerdo sobre el contenido de las políticas económicas. Este teorema podría ser también el sepulturero de la zona euro si los países miembros no se comprometen a una cooperación mucho más ambiciosa que la política de pequeños pasos que llevan desde mayo de 2010.

### *Crisis del SME, crisis de la zona euro: una lógica común*

Los síntomas que ahora vivimos nos resultan conocidos. La crisis financiera procedente de Estados Unidos ha exacerbado las divergencias entre los países. Grecia ha jugado el papel de Italia, con el agravante de la revelación de la «mentira» de las cuentas públicas griegas en octubre de 2009; Irlanda y España han hecho de Gran Bretaña. La distancia entre los tipos de interés de las obligaciones no tiene nada que envidiar a lo que ocurrió en 1992. ¿Qué representa esta distancia: la probabilidad de quiebra de los países atacados por la especulación o la probabilidad de salida de la zona euro y del restablecimiento de las monedas nacionales depreciadas? El recuadro 2.2 muestra cómo es posible una especulación racional autorrealizadora sobre el mercado de obligaciones.

El recuadro presenta un modelo teórico que muestra qué fuerzas mueven, cuando los inversores son racionales, el tipo de interés de los títulos

de deuda pública de un país que sufre un déficit público y que aplica una política macroeconómica que conduce a la infrautilización crónica de las capacidades de producción. Muestra también por qué el tipo de interés puede ser tan volátil, cuando la incertidumbre se cierne sobre la sostenibilidad de la deuda pública.

Si los inversores tienen un punto de vista sobre la sostenibilidad de la deuda pública y creen que esta implica que el perfil del déficit público futuro no sobrepasará un máximo, su duda contrafáctica sobre la realización de esta condición desencadena la subida de los tipos de interés que hacen imposible la sostenibilidad. De manera aún más perversa, su duda puede estar justificada por el anuncio de planes de austeridad que se supone que colocarán el déficit por debajo del umbral fatídico, si se convencen de que los intentos de restricción presupuestaria provocarán una caída del PIB que frustrará el proceso (recuadro 2.2). La creencia de que el crecimiento futuro será ahogado durante mucho tiempo y, por lo tanto, de que el déficit se hará permanente desencadena una especulación que puede conducir a un país a una situación de inmediata insolvencia.

#### RECUADRO 2.2

##### CRISIS RACIONAL Y AUTORREFERENCIAL DE LA HACIENDA PÚBLICA

Supongamos que el tipo de interés de los bonos de un país «periférico» de la zona euro ( $i$ ) esté determinado por el tipo alemán ( $i^*$ ) y una prima de riesgo que es función creciente del aumento esperado del déficit presupuestario ( $G$ ). Sea:

$$(1) \quad i_t = i_t^* + \alpha E_t[G_{t+1} - G_t]$$

El déficit público es función de un nivel de equilibrio que corresponde al PIB potencial y que está modulado por el nivel de la actividad económica cuando se distancia de este (infrautilización de las capacidades de producción). Esta distancia es más importante cuanto más alto sea el tipo de interés.

$$(2) \quad G_t - \bar{G} = -\beta(Y_t - \bar{Y})$$

$$Y_t - \bar{Y} = -\gamma i_t$$

Al sustituir (2) en (1) obtenemos la ecuación diferencial *forward looking*, puesto que resulta de la expectativa racional de los inversores, que rige la dinámica de los tipos de interés:

$$(3) \quad (1 + \alpha\beta\gamma) i_t - \alpha\beta\gamma E_t i_{t+1} = i_t^*$$

Por lo tanto la solución es:

$$(4) \quad i_t = \frac{1}{1 + \alpha\beta\gamma} \sum_{j=0}^{\infty} \left( \frac{\alpha\beta\gamma}{1 + \alpha\beta\gamma} \right)^j E_t i_{t+j}^*$$

Bajo la hipótesis de que el tipo de interés alemán es estacionario, la solución es que para el tipo de interés y la prima de riesgo del país «periférico»:

$$(5) \quad \begin{aligned} i &= i^* \\ i - i^* &= 0 \end{aligned}$$

El tipo de interés del país periférico converge hacia el tipo alemán. La prima de riesgo es por lo tanto nula. Esto es lo que ocurrió en la zona euro antes incluso de la puesta en marcha de la unión económica y monetaria, es decir, desde que se hizo pública la lista de países elegidos en mayo de 1998. Los *spreads* fueron muy débiles. No reflejaban más que las diferencias de liquidez debidas a las imperfecciones de los mercados obligacionistas de los países periféricos. Esto es así porque los equilibrios contrafácticos de las burbujas están en principio descartados para las obligaciones, puesto que estas tienen un horizonte limitado, de tal forma que en su fecha límite su valor es bien el valor nominal o bien un valor inferior, dependiendo si el Estado emisor ha incumplido o no sus compromisos.

Supongamos ahora que los inversores anticipan dos regímenes posibles de evolución de las finanzas públicas: el régimen cuyo modelo hemos establecido antes donde la prima de riesgo es nula y un segundo régimen en el que el déficit se desvía de tal manera que el aumento del déficit de un año respecto al otro, y ya no el nivel del déficit, sea estacionario. De aquí resulta una desviación al alza del déficit:

$$(6) \quad \begin{aligned} G_{t+1} &= G_t + \mu_t \\ E_t G_{t+1} &= G_t + E_{t+1} \mu_{t+1} \\ E_{t+1} \mu_{t+1} &= \mu \end{aligned}$$

La prima de riesgo compatible con la dinámica (3), aumentada por la desviación esperada es entonces:

$$(7) \quad i - i^* = \alpha\mu$$

Debido a la incertidumbre hay un doble equilibrio. Llamemos  $i_1 = i^*$  al tipo de interés de las obligaciones del Estado en el régimen correspondiente a (5) e  $i_2$  el tipo en el régimen correspondiente a (7). Se produce una discontinuidad (paso de una deuda sostenible a una deuda insostenible) si:

$i_1 < i_{\max} < i_2$  donde  $i_2$  es el tipo de interés que equilibra el mercado de obligaciones en presencia de una deriva del déficit presupuestario como la que los inversores han anticipado y donde  $i_{\max}$  es el tipo que, a juicio de los inversores, divide el ámbito de las deudas sostenibles del ámbito de las deudas insostenibles. Esta discontinuidad es resultado exclusivamente del

cambio de régimen de las expectativas de los inversores, que piensan que las finanzas públicas del país no puede soportar el tipo  $i_2$ . Por supuesto que en esta discontinuidad no hay nada causal. Se produce por completo en el ámbito de los futuros contrafácticos.

La expectativa de mercado que se refleja en la prima de riesgo depende entonces de la probabilidad subjetiva de encontrarse en uno u otro régimen. Sea  $\pi$  la probabilidad de estar dentro del régimen sostenible y  $1 - \pi$  la de estar dentro del régimen insostenible. El tipo de interés es:

$$i = \pi i_1 + (1 - \pi) i_2 = i^* + (1 - \pi)\alpha\mu$$

Cuando  $i > i_{\max}$ , nos encontramos en situación de crisis racional de las finanzas públicas. Es racional en el sentido de que se autovalida.

El tipo de interés no depende únicamente de la expectativa racional de los factores presupuestarios y macroeconómicos que determinan una trayectoria determinada de deuda pública. Depende también de la opinión colectiva que se forme dentro del mercado acerca de la sostenibilidad o no de las trayectorias posibles, sostenida o no por el «mensaje» que transmitan las autoridades, es decir, en el caso de la zona euro, en la credibilidad de la coordinación. Esta opinión es eminentemente versátil y los especuladores profesionales pueden reconducirla. Según la interpretación que se dé en el mercado de las decisiones políticas, de los comentarios que se hacen ante las cifras divulgadas, de los juicios sobre las intenciones declaradas de política económica, de la presunción de acuerdos o diferencias entre los dirigentes de la zona euro,  $\pi$  puede variar brutal y considerablemente. Esto es lo que explica los súbitos fregonazos de los tipos de interés sobre los títulos de obligaciones de los países «periféricos» y su igualmente inopinado reflujo.

Los saltos de tipos de interés, en España e Italia, se han producido en condiciones de estrés de liquidez. Este estrés era el resultado de la retirada de los inversores de los mercados de obligaciones de la deuda pública de esos países, debido al cambio brutal del régimen de expectativas. Se trata, pues, de una configuración análoga a la del recuadro 2.1. En efecto, los bancos son los principales poseedores de títulos públicos. Cualquier deterioro brutal de la valoración de mercado de las deudas públicas somete a los bancos a un deterioro de sus balances y los exhorta, por lo tanto, a robustecer su capital económico. Si cada banco duda de la situación de sus colegas, el mercado interbancario se retrae y la liquidez se evapora, lo cual amenaza el crédito de tesorería del conjunto de los agentes privados y acentúa el estrés sobre la refinanciación de los vencimientos de las deudas públicas.

Se trata, pues, de una situación en la que el sistema financiero se encuentra en manos del prestamista en última instancia. El banco central,

¿debe actuar inyectando liquidez a los bancos o comprando directamente los títulos de deuda pública de los países atacados? El problema no se plantea en los países que conservan la soberanía en el plano monetario. La compra directa sobre el mercado atacado para hacer así converger de nuevo las expectativas sobre una convención viable es mucho más eficaz que el tortuoso proceso que consiste en alimentar a los bancos con la esperanza de que estos harán un buen uso de los fondos puestos a su disposición. Por eso Estados Unidos y Gran Bretaña, cuyo déficit público es mucho más elevado que el de Francia, tenían tipos de interés sobre su deuda pública mucho más bajos en 2011. Los poseedores de deuda pública de los países anglosajones no dudan ni por un segundo de que los bancos centrales harán lo que tienen que hacer en el caso de que equilibrios contrafácticos pudieran conducir a una situación de deuda pública insostenible.

En la zona euro se ve con claridad lo que significa una moneda incompleta. Los países tienen deudas públicas nacionales y una moneda externa. El BCE no es responsable de la estabilidad de la deuda pública de ningún país. Por el contrario, en el establecimiento de sus estatutos se ha hecho todo lo posible para que haya compuertas estancas entre las finanzas públicas nacionales y la política monetaria. La ficción de una política monetaria única para todos en una situación de extrema divergencia de las situaciones financieras de cada país es, por supuesto, indefendible. Pero la válvula de seguridad de una salida temporal del país acosado tampoco existe. De esta manera el BCE se compromete de manera pragmática en acciones que él mismo reprueba en el plano doctrinal. Para evitar pecar de manera demasiado ostensible, prefiere sostener a los bancos con efectos muy mitigados. Veremos al estudiar en detalle la crisis del euro en los capítulos 3 y 4, cuál ha sido el papel del BCE, pero podemos ya extraer una conclusión del análisis teórico: *la mutualización, al menos parcial, de las deudas públicas de los países de la zona euro y la eficacia de la intervención en última instancia del BCE van de la mano.*

### **Convergencia financiera, divergencia real ante la crisis: el fiasco de la gobernanza política**

Si la explosión de las deudas privadas ha sido el primer fracaso de la gobernanza de la unión económica y monetaria, la polarización de los déficits y de los excedentes de las balanzas de pagos entre los países de la zona ha sido el segundo. El lema repetido *ad nauseam* en los medios de comunicación es el siguiente: la polarización de las balanzas de pago procede de las divergencias de competitividad y estas a su vez de los costes salariales. La realidad es desgraciadamente más compleja. La formación

de la moneda única ha reforzado la especialización industrial y esta a su vez ha desindustrializado a una gran parte de Europa. Esta evolución estructural se ha amplificado por la dinámica de la especulación inmobiliaria financiada a crédito en el mercado financiero europeo, nominalmente unificado.

*Incidencias de la dinámica financiera sobre los costes reales del trabajo y del capital en el largo plazo*

Los cuadros 2.3A y 2.3B estudian la primera década de la unión económica y monetaria hasta la crisis financiera (1999-2008) en relación con las dos décadas anteriores.

CUADRO 2.3A

TIPOS DE INTERÉS REAL A LARGO PLAZO (%)

	Media (1) 1979-1988	Media (2) 1989-1998	Media (3) 1999-2008	(3)-(2)
Austria	4,32	4,40	2,60	- 1,80
Bélgica	5,81	5,20	2,27	- 2,93
Alemania	4,80	4,15	2,81	- 1,34
España	-	5,03	1,16	- 3,87
Finlandia	2,91	6,62	2,65	- 3,97
Francia	4,32	5,27	2,61	- 3,66
Grecia	- 1,75	5,58	0,66	- 4,92
Irlanda	3,53	5,47	0,70	- 4,77
Italia	2,79	6,18	2,22	- 3,96
Países Bajos	5,22	4,61	2,15	- 2,46
Portugal	4,04	6,76	1,55	- 5,21
Zona euro	-	-	-	-
Desviación típica	2,11	0,89	0,81	-

*Fuente:* Eurostat, cálculos del Observatoire Français des Conjonctures Économiques (OFCE).

CUADRO 2.3B  
 COSTES UNITARIOS DEL TRABAJO (% MEDIA ANUAL)

	Media 1979-1988	Media 1989-1998	Media 1999-2008
Austria	3,50	2,06	0,90
Bélgica	3,21	2,66	1,85
Alemania	2,90	1,69	0,14
España	9,65	5,65	3,12
Finlandia	7,59	1,79	1,61
Francia	7,11	1,80	1,89
Grecia	20,51	12,62	4,35
Irlanda	9,16	1,84	3,65
Italia	11,51	3,82	2,92
Países Bajos	1,76	1,52	2,29
Portugal	3,14	2,69	1,69
Desviación típica	5,42	3,27	1,22

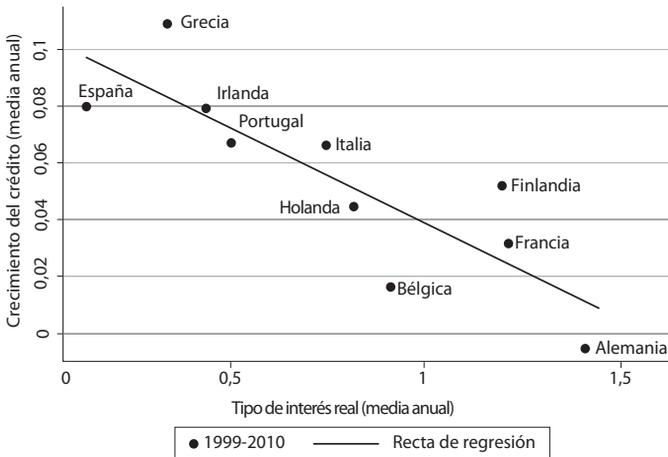
*Fuente:* Eurostat, cálculos del Observatoire Français des Conjonctures Économiques (OFCE).

Leemos ahí en primer lugar los efectos de la «gran moderación». Los tipos de interés real a largo plazo son una medida parcial del coste del capital, tanto más completa cuanto mayor es la parte de la inversión financiada mediante deuda. Tal fue el caso en el periodo considerado porque los tipos de interés nominales bajaron mucho y porque las empresas han intentado comprar sus propias acciones en lugar de emitir nuevas. En todos los países, el coste medio disminuyó bastante en los diez primeros años de la unión económica y monetaria en relación con los diez años anteriores, pero esta disminución no ha sido uniforme. Si los tipos nominales convergieron, no ocurrió lo mismo con los tipos reales. El coste del capital ha sido más bajo durante los años 1999-2008 en aquellos países en los que el endeudamiento ha sido más elevado y en los que la crisis financiera fue ulteriormente más fuerte. Son en primer lugar Grecia e Irlanda, después España y Portugal. Después están Bélgica e Italia, países en los que la deuda pública era desde hacía mucho tiempo muy elevada.

El gráfico 2.7, que muestra la estrecha relación entre el crecimiento del crédito y los tipos de interés real, confirma estas observaciones.

GRÁFICO 2.7

## CRECIMIENTO DEL CRÉDITO Y DEL TIPO DE INTERÉS REAL



Fuente: Banco Mundial, Eurostat.

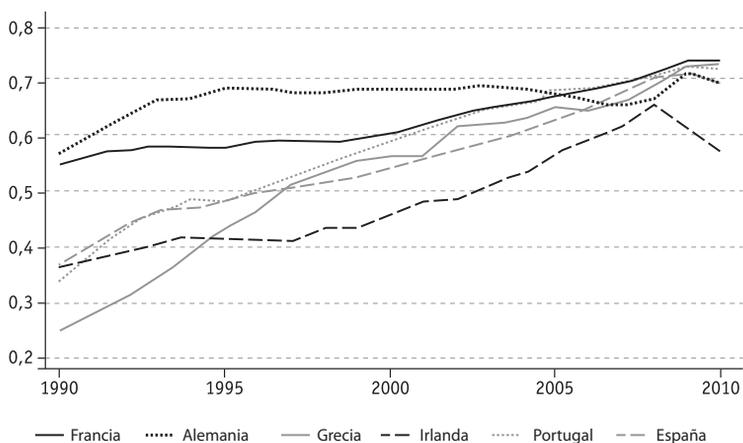
Esto confirma los efectos perversos de los criterios de convergencia nominal que han conducido al euro. Los países en los que los tipos de interés reales han bajado más después de la creación del euro son aquellos en los que la inflación ha permanecido más alta. Esto es un resultado del círculo vicioso que hemos descrito en el gráfico 2.5. El descenso del coste del capital ha conllevado una avalancha de capitales que entraban en esos países bajo la forma de préstamos. Estos han servido para financiar o bien el consumo privado, o bien el gasto público, o bien las burbujas inmobiliarias, según los países. En todos los casos el resultado ha sido una fuerte demanda excedentaria sobre las capacidades de producción interiores. Este exceso se ha ajustado en parte mediante las importaciones financiadas por un aumento del endeudamiento externo, en parte por una inflación más elevada que en el resto de los países de la unión económica y monetaria.

Encontramos el rastro de estas disparidades en la evolución de los costes unitarios del trabajo y, por lo tanto, en la evolución de los salarios corregida por la de las productividades. Los países en los que los costes unitarios del trabajo han aumentado más son aquellos en los que más ha bajado el coste del capital, con Grecia e Irlanda a la cabeza. Cuando contemplamos la evolución de los costes salariales unitarios en comparación con Alemania, vemos que en diez años hay un cúmulo considerable de pérdida de competitividad.

Los costes salariales unitarios apenas aumentan en esos diez años en Alemania, mientras que las subidas de casi un 3 por 100 anual en Italia, de más de un 3 por 100 en España e Irlanda, de más de un 4 por 100 en Grecia, han abierto enorme brechas en este periodo. Cuánto más cuando, los inicios de este periodo, hasta la crisis bancaria alemana de 2002-20003, estaban aún marcados por la absorción de la unificación alemana. Con los precios inmobiliarios a la baja y un índice de paro en alza, Alemania era un país de crecimiento bajo. La exportación de capital era sobre todo la consecuencia de tener una de las tasas de inversión interna más bajas de Europa. Pero a mediados de la década de 2000 el gobierno de Schröder emprendió un decisivo giro mediante un ataque feroz sobre los costes del trabajo, a la vez que las empresas se deslocalizaban en masa hacia los países de Europa del Este para desde allí reimportar, montar los productos y convertir a Alemania en su plataforma de exportación.

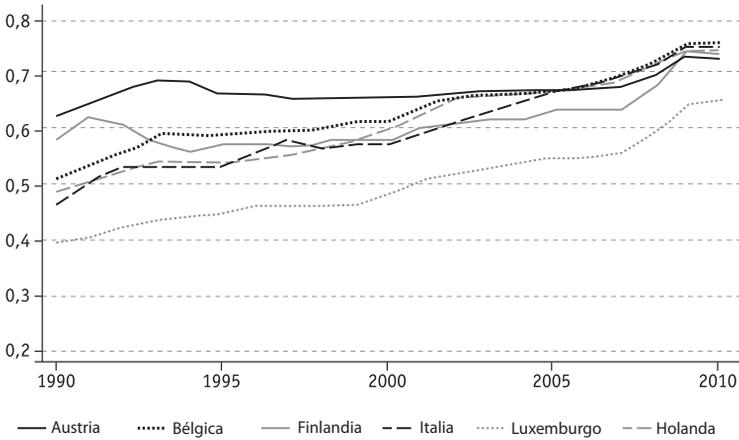
El gráfico 2.8 muestra más en detalle las enormes ventajas en costes y competitividad que consiguió Alemania frente a sus socios a partir de 1998.

GRÁFICO 2.8A  
COSTES LABORALES UNITARIOS (1990-2011)



Fuente: OCDE.

GRÁFICO 2.8B  
 COSTES LABORALES UNITARIOS (1990-2011)



Fuente: OCDE.

Las curvas describen los niveles de costes unitarios del trabajo a partir de 1990. Señalemos que Alemania, Austria y Finlandia tienen perfiles de evolución similares que se distinguen claramente de los demás países. Esto justifica la noción de bloque alemán. Son países que han experimentado una subida del coste salarial unitario a principios de la década de 1990 y, en el caso de Alemania, hasta la mitad de la década de 1990. Estos países han logrado después estabilizar o bajar ese coste hasta 2007. Su ventaja competitiva es incluso mayor, puesto que el resto de los países ha sufrido un continuo aumento de los costes salariales unitarios a lo largo de veinte años. Para la mayoría, la zona euro no ha supuesto ninguna diferencia. Los costes aumentan rápidamente en Grecia y Portugal tanto antes como después de la entrada en la zona euro. Esto es también así en el caso de Italia y de los Países Bajos. Por el contrario, la evolución de Francia es sorprendente. El aumento de los costes ha sido muy débil hasta 1998 y después se acelera de tal forma que el nivel de los costes unitarios francés sobrepasa al alemán.

Si observamos la evolución desde la crisis, vemos que Irlanda es el único país sometido a un ajuste drástico en el que el coste unitario ha descendido significativamente. En Grecia y Portugal las fuertes bajadas de salarios, impuestas por los planes «de ayuda» europeos, no han tenido el menor efecto sobre los costes salariales unitarios que, en el mejor de los casos, han dejado de subir, como en el resto de los demás países con la excepción de Francia. En efecto, la recesión provocada por estos planes de austeridad ha hecho descender la productividad al mismo ritmo que los costes salariales, de forma que el coste por unidad producida no ha registrado ninguna mejora.

Así han quedado destruidas las diferencias en los costes salariales, que permitían a los países de Europa del Sur y a Francia compensar las ventajas de la competitividad en precios de Alemania. Las consecuencias se reflejan sobre el comercio exterior y crean una polarización permanente entre países excedentarios y países deficitarios.

### *Las divergencias en las balanzas de pago*

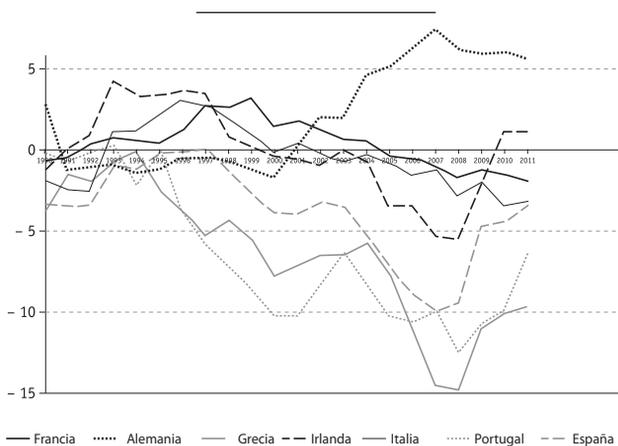
Alemania, arrastrando con ella a sus satélites económicos (Austria y Finlandia sobre todo), ha acumulado excedentes exteriores, mientras que en todos los demás países el déficit ha crecido antes de la crisis financiera (gráfico 2.9).

El año 2008, paroxismo de la crisis financiera, ha sido también el año de mayor polarización de las balanzas por cuenta corriente entre los países de la zona euro. Es el receptáculo macroeconómico de las divergencias estructurales acumuladas. Es también el aspecto más preocupante de la crisis de la unión monetaria. Entre 1999 y 2008 Alemania ha restablecido su balanza por cuenta corriente, después esta se ha vuelto cada vez más excedentaria. En cambio, todos los países del sur de Europa se han vuelto cada vez más deficitarios. Esto ha tenido como resultado una acumulación de la deuda exterior de estos países que los ha vuelto muy vulnerables a la versatilidad de las expectativas sobre la sostenibilidad de esta deuda.

Los países a los que la expansión financiera ha arrastrado más son los que han experimentado déficits por cuenta corriente abisales: hasta un 15 por 100 del PIB en el caso de Grecia, un 13 por 100 en Portugal, un 10 por 100 en España.

GRÁFICO 2.9

BALANZA POR CUENTA CORRIENTE DE LOS PAÍSES DE LA ZONA EURO COMO  
% DEL PIB (1990-2011)



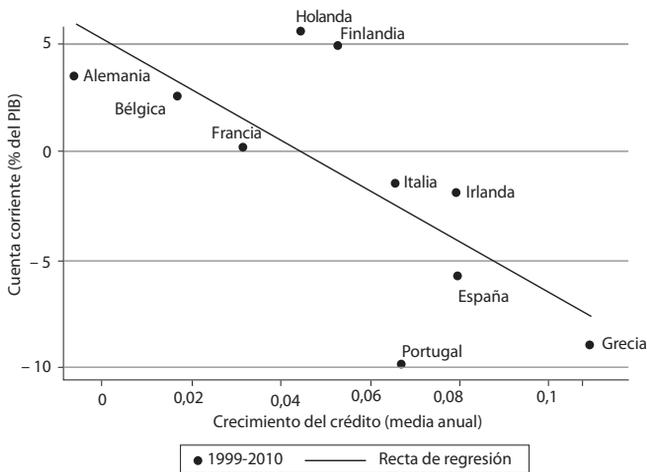
Fuente: Datastream.

Ha sido necesaria la severa recesión provocada por la crisis para que estos déficits se reduzcan. Pero siguen siendo muy elevados y, por lo tanto, fuerzan a estos países a continuar acumulando deuda exterior, mientras que los Estados, en el caso de Grecia y Portugal, y los bancos, en el caso de España e Irlanda, son víctimas de las estimaciones de los mercados financieros, que hace que su financiación sea imposible o prohibitiva y los deja a merced de los planes de rescate europeos (Grecia y Portugal) o los amenaza con ellos (España).

El gráfico 2.10 ilustra este fenómeno mostrando la fuerte correlación entre el deterioro de la balanza corriente y el crecimiento del crédito durante el periodo 1999-2010. Esta correlación es la ilustración empírica del círculo vicioso teórico que hemos descrito en el gráfico 2.6.

GRÁFICO 2.10

BALANZA POR CUENTA CORRIENTE Y CRECIMIENTO DEL CRÉDITO (1990-2011)



Fuente: Banco Mundial, FMI.

En España, por ejemplo, la bajada violenta y enorme del coste del capital ha atraído sin duda una avalancha de capitales procedentes sobre todo de bancos alemanes y franceses. Se han abalanzado sobre la especulación inmobiliaria, que era con diferencia la inversión más rentable, vía la financiación obligacionista de los bancos españoles.

El resultado ha sido el proceso que hemos descrito antes: subida vertiginosa de los precios inmobiliarios, hundimiento de las tasas de ahorro, exceso de demanda privada, inflación a velocidad muy superior a la alemana, fuerte subida de los costes salariales, deterioro drástico de la competitividad, aumento vertiginoso del déficit corriente y necesidad de

flujos entrantes de capital para financiar ese déficit. Fenómenos análogos se produjeron con los títulos del Estado que financiaban el déficit público griego y con el papel comercial a corto plazo emitido mediante los vehículos especiales creados por los bancos irlandeses (*asset-backed commercial paper*) para financiar su especulación a todos los niveles. Todo este proceso se hizo ante la indiferencia general de los supervisores bancarios en los países exportadores de capital. En los países importadores, la regulación financiera era inexistente en Grecia y en Irlanda. Era fuerte en España, puesto que la ejercía el banco central. Sin embargo, los *business model* de las cajas de ahorro eran monoproducto: no financiaban otra cosa que al sector inmobiliario y por lo tanto estaban completamente expuestas al riesgo de la reversión de precios.

El caso de Francia e Italia es diferente pero igualmente preocupante. Estos países se encontraban en una situación de superávit (Francia) o equilibrio (Italia) en el momento de la creación del euro. Su balanza corriente ha declinado sistemáticamente año tras año, siguiendo la misma tendencia antes y después de la crisis financiera. Se trata manifiestamente de una desviación estructural que es la otra cara del aumento sistemático del excedente de Alemania. Si regresamos al gráfico 2.8 podemos argumentar que esta deriva procede del aumento de los costes salariales unitarios, que ha sido también sistemática. Pero no podemos contentarnos con esta explicación cómoda y superficial, porque en la competitividad industrial de un país influye otra cosa además del coste salarial.

Antes de emprender este análisis, hay todavía que preguntarse qué significa un equilibrio exterior para países que pertenecen a una unión monetaria. No podemos, en efecto, atenernos a una definición contable del equilibrio, entendiendo este como la configuración en la que todos los saldos por cuenta corriente son cero. Una unión monetaria se forma en realidad para acomodar los déficits y los excedentes corrientes, financiados mediante transferencias de capitales. Para eso es para lo que sirve la integración financiera. ¿Por qué entonces la polarización de los excedentes y los déficits se ha convertido en un desequilibrio incapaz de corregirse? Una vez más nos enfrentamos a la incompletitud del euro. Incluso entre los países que han sido víctimas de burbujas especulativas y de una explosión de la deuda privada, las fuerzas divergentes han polarizado las situaciones macroeconómicas sin que se haya producido ningún ajuste.

Recordemos que la zona euro se ha justificado por ser el zócalo monetario de un espacio financiero unificado. Es, pues, en principio, un espacio de integración financiera profunda, es decir, un espacio en el que la asignación de capital se guía por la estructura de los rendimientos y de los riesgos individuales sin consideración de las fronteras nacionales. No hay ninguna razón para que en un espacio así las balanzas corrientes nacionales se anulen.

Debería reinar un equilibrio intertemporal. Este equilibrio se define por tres condiciones. En primer lugar, los déficits y los superávits son el resultado de diferencias estructurales en los comportamientos microeconómicos del ahorro y la inversión. En segundo lugar, los inversores financieros calculan «correctamente» los rendimientos y los riesgos futuros. En tercer lugar, los ajustes monetarios impiden las repercusiones acumuladas de los choques.

Pero la zona euro no satisface las dos últimas condiciones. Como hemos mostrado teóricamente antes, no hay ninguna garantía de que los mercados financieros, es decir, los lugares de coordinación de las imágenes contrafactuales acerca del futuro, conlleven equilibrios eficaces desde el punto de vista de la asignación de los recursos reales. Es responsabilidad de los reguladores financieros el establecer cortafuegos y de los supervisores el detectar las desviaciones para limitar el campo de los equilibrios posibles. Nada de esto existía en la zona euro en el momento de su creación, puesto que la necesidad de crear reguladores europeos había sido incluso refutada y la coordinación de los reguladores nacionales, el denominado procedimiento Lamfalussy, era más que endeble.

Los déficits crean desequilibrios si el endeudamiento que implican no produce los ingresos futuros capaces de atender la deuda, es decir, si los recursos financieros conseguidos mediante el endeudamiento no se han convertido en inversiones rentables, es decir, aquellas cuyos rendimientos superan el coste de la deuda. Esto es justamente lo que ha ocurrido en los países de la zona euro en los que el endeudamiento ha financiado las burbujas inmobiliarias cuando esas burbujas han estallado y en los que el endeudamiento ha financiado un exceso de consumo sobre las capacidades de producción internas, especialmente porque estas se debilitaban debido a las deslocalizaciones.

Los excedentes crean desequilibrios en una zona monetaria porque la apreciación del tipo de cambio de los países excedentarios o, correlativamente, la depreciación del mismo en los países deficitarios, son imposibles. Esto hace que los países excedentarios obtengan ventajas de la unificación monetaria aumentando sus cuotas de mercado en la demanda interior de los países deficitarios sin ninguna fuerza correctora, en tanto que estos aceptan incrementar sus préstamos. En lugar de un ajuste progresivo mediante las variaciones de los tipos de cambio, se produce un ajuste brutal mediante la desvalorización de las garantías colaterales de la deuda, debido al estallido de las burbujas o por un frenazo brutal del consumo excesivo, hundiendo así a la economía endeudada en una recesión.

En el caso de los años 1999-2008 estos no han sido los únicos factores desequilibrantes. La formación de la zona euro ha provocado transformaciones en la división del trabajo que han concentrado la industria en el «bloque alemán» (Alemania, Austria, Finlandia y determinados países de

Europa Central) y desindustrializado grandes zonas de Europa del Sur. Estos fenómenos se han acentuado aún más en tanto que únicamente Alemania ha emprendido una política sobre los costes laborales, pero sobre todo por la reestructuración vertical de la cadenas de producción mediante las inversiones directas masivas en Europa del Este. El país cuya competitividad estructural era inicialmente la mayor, pero cuya eficacia había quedado temporalmente disimulada por la reunificación, es el único de los grandes países europeos que tenía una estrategia industrial. En la divergencia de las políticas estructurales nacionales es donde hay que buscar las causas más profundas de los fracasos de la zona euro.

### **La polarización industrial: el fracaso más decisivo de la unión económica y monetaria**

Comprendamos bien lo que está en juego. Concebir una integración económica sobre la base de una moneda única en un conjunto de países dispares, es toparse con los criterios de las zonas monetarias óptimas enunciados en el capítulo 1. Como ya hemos visto, esto no es algo insalvable, con la condición de que la unión se funde sobre una coordinación política equivalente a la formación de un gobierno económico común. En tanto que la unión se lanzó en el contexto de una economía mundial cada vez más competitiva bajo la presión de los países emergentes, la cooperación habría tenido que implicar una política industrial fuerte, porque la competencia de estos se había hecho todavía más temible a principios de la década de 2000 por dos razones. En primer lugar, la crisis asiática había provocado devaluaciones profundas en los países que la habían sufrido y por ello estos decidieron seguir una agresiva política de crecimiento espoleada por la exportación. Después China hacía su entrada en la OMC, lo que modificaba radicalmente los parámetros de la competitividad industrial. Sin embargo, la indiferencia de los gobiernos más amenazados por la nueva configuración de las ventajas comparativas ha sido increíble. En cuanto a la Comisión, esta seguía descansando sobre las ilusiones acuñadas durante la consecución del mercado interior en 1992. Un mercado único abarataría los costes de transacción, al mismo tiempo que homogeneizaría las preferencias de los consumidores. Todas las empresas se podrían beneficiar de esta formidable ampliación del mercado. La constitución de la moneda única era la coronación de esta vasta transformación. Al homogeneizar el espacio financiero liberaría la asignación del capital del fraccionamiento espacial debido a las preferencias nacionales amplificadas por el riesgo cambiario. Se impondría, por lo tanto, el proceso virtuoso del gráfico 2.4. Ya hemos visto qué ocurrió. El proceso vicioso del gráfico 2.5 se llevó por delante varios países en una espiral divergente. ¿Pero no hay una razón aún más profunda de este fracaso?

### *Economía geográfica y elección de modelo industrial*

En un libro publicado en 1992, el futuro premio Nobel, Paul Krugman, advertía de que la formación de la unión monetaria iba a provocar una especialización de la implantación de las actividades económicas sobre los territorios. Numerosas regiones iban a sufrir una desertificación industrial. Esta profecía se fundaba en investigaciones teóricas y empíricas anteriores que habían revolucionado la economía geográfica y los determinantes del comercio internacional.

Desde 1979 Paul Krugman ha demostrado que las economías de escala son cruciales para explicar la división espacial del trabajo, es decir, la implantación de las actividades económicas en el espacio. La especialización conduce a la concentración espacial. Si un país dispone de una demanda interior mayor para un determinado bien industrial lo producirá en mayor cantidad de la que necesita para satisfacer el mercado interior y se volverá exportador neto (*home market effect*). En consecuencia, otros países se verán atrapados en estructuras desventajosas (*lock-in*). Las economías de escala implican pues efectos de aglomeración. En lugar de dispersarse de manera homogénea en el espacio, la producción se concentrará en las regiones que ya son las más productivas a medida que la demanda se desarrolle y se diversifique. Los ingresos de esas regiones crecerán en comparación con los de las regiones en vías de desindustrialización.

Estos avances teóricos proporcionan las claves para comprender lo que ocurrió en la zona euro cuando el tamaño del mercado interior coincidió con el del espacio monetario. La industria alemana, que ya había visto cómo se ampliaba su mercado interior gracias a la unificación del país, pudo beneficiarse de los rendimientos de escala sobre un espacio de 300 millones de habitantes. Muy lejos de homogeneizarse, la zona euro se volvió cada vez más heterogénea sobre el plano de la competitividad. Las distancias de competitividad entre los países del Norte y los países del Sur no hicieron sino aumentar desde la creación del euro. La unificación financiera de Europa ha intensificado un proceso que estaba ya irremediabilmente inscrito en las tendencias de la economía geográfica, tanto más cuanto la denigración de las políticas industriales, algo inherente a la ideología llamada «liberal», cerraba la puerta a cualquier proyecto de conjunto que se planteara la organización territorial de las actividades productivas.

La industria engendra, pues, rendimientos crecientes mediante la estrecha interacción entre la oferta y la demanda. Dado que el mercado interior europeo ha incrementado considerablemente el tamaño de la demanda, ha beneficiado considerablemente a las industrias ya dominantes mediante

rendimientos dinámicos de escala: el crecimiento de la demanda ha incrementado la rentabilidad de las industrias situadas; lo que ha atraído inversiones de aumento de escala y de modernización, que a su vez han desatado el progreso de la productividad, permitiendo el incremento de los ingresos reales de los que depende el desarrollo endógeno de la demanda. Es pues lógico que los países del norte de Europa hayan incrementado su ventaja inicial sobre los países del Sur y provocado su desindustrialización.

Pero esto no es todo. Hay que ir más allá de los resultados de Krugman y observar que la economía llamada de servicios no escapa tampoco a esta lógica. Recordemos que el Consejo de jefes de Estado había profetizado en 2000 que Europa sería en 2010 la economía del conocimiento más avanzada del mundo. La economía del conocimiento descansa sobre capital y actividades inmateriales: la concepción innovadora y el desarrollo para empezar, la producción material, la comercialización y la distribución para terminar. Pero estas actividades desmaterializadas tienen unos costes fijos elevados y unos costes marginales que disminuyen rápidamente con el tamaño de la producción material a la que están vinculados. Estos servicios superiores son núcleos de concentración en las megalópolis globales, porque la cooperación del capital humano muy cualificado está en la raíz de la economía del conocimiento y porque la proximidad de los clientes es necesaria para proporcionar servicios complejos y hechos a la medida. Son, por lo tanto, interacciones que combinan los rendimientos crecientes, debidos al tamaño, con la flexibilidad de la coordinación en la producción y la distribución de bienes y servicios diferenciados. Las economías de escala propiamente dichas son pues reforzadas por lo que llamamos economías de gama.

Lejos de favorecer la dispersión de las actividades productivas, las tecnologías de la información son potentes factores de aglomeración, porque en las actividades de creación y de desarrollo del conocimiento las informaciones codificadas (que pueden ser organizadas a distancia) y las informaciones tácitas (que son inherentes a la interacción humana directa) son complementarias. Las primeras requieren costes fijos muy elevados para una transmisión a distancia eficaz y por consiguiente rendimientos con fuerte crecimiento. Las segundas despliegan la interconectividad social y la proximidad espacial en los centros urbanos en los que se concentra la alta tecnología.

Estas consideraciones teóricas de economía industrial tienen consecuencias muy importantes para el reparto de las actividades económicas. Significan que, en un espacio integrado en el que reinan fuerzas económicas que provocan rendimientos crecientes y externalidades, las ventajas comparativas son endógenas. Se acumulan pues en las correspondientes sendas de dependencia. Dicho de otra forma, sin una intervención deliberada de los poderes públicos, organizada según una estrategia a largo plazo

y provista de potentes medios financieros, las regiones ricas se vuelven cada vez más ricas y las regiones pobres cada vez más pobres.

Estas potentes tendencias de la economía geográfica han sido reforzadas por las elecciones de los modelos económicos de los Estados, como lo enseña Jean-Louis Beffa (2012). Estos modelos económicos están arraigados en la tradición histórica de los países. Hemos visto en el capítulo anterior cómo el ordoliberalismo alemán se inspiraba en una tradición que se remontaba al siglo XVII. Esta tradición ha moldeado la preponderancia de la ley, los sistemas de innovación y las relaciones entre trabajo y capital. La imbricación de estos dispositivos institucionales en un modo de regulación desemboca en los que Jean-Louis Beffa ha llamado el modelo comercial industrial. Este se opone punto por punto al modelo liberal financiero cuyo valedor en Europa es Gran Bretaña. Este modelo pone a las empresas bajo la tutela de los mercados financieros mediante el principio denominado del valor accionarial. Las relaciones capital-trabajo se individualizan, la movilidad de los trabajadores es el principio de su funcionamiento bajo el nombre de «flexibilidad». Se anima a la creación de empresas y las universidades compiten entre ellas. El papel de los financieros es preponderante por el *venture capital*.

Tras la Segunda Guerra Mundial, Francia desarrolló un modelo industrial estatalizado, primero planificado en la fase de reconstrucción hasta 1958 y después dual en las dos décadas siguientes. El Estado asumía una prioridad industrial y dirigía una planificación estratégica, centrada en sectores privilegiados en los que promovía empresas líderes nacionales. Los mercados de estas empresas, así como sus sistemas de innovación, dependían en gran medida del Estado. Los otros sectores se poblaban de empresas dejadas a sus propios medios, que sufrían dificultades recurrentes de competitividad, suavizadas por la devaluación de la moneda.

A partir de 1983 Francia escogió la desinflación competitiva como arma para combatir los fracasos del modelo anterior, en un ambiente mundial sacudido por el regreso del régimen inflacionario, por el inicio de la liberalización financiera y por la potente ascensión del ultraliberalismo en los países anglosajones. Francia se deslizó hacia el modelo liberal financiero bajo el impulso del Ministerio de Finanzas. A partir de la mitad de la década de 1990 las grandes empresas se pusieron rápidamente bajo el control de un accionariado que, en gran medida, era extranjero. Estas evoluciones institucionales han amplificado mucho las fuerzas económicas de la desindustrialización provocadas por la formación del mercado interior europeo.

Bajo el impulso de un accionariado embebido del «modelo Wall Street», según el cual una empresa no es sino una reunión de activos que puede desmembrarse y recombinarse a voluntad de la asignación de las carteras de

los accionistas, las grandes empresas francesas bajo accionariado extranjero se disociaron de los intereses nacionales. Se deslocalizaron y se desarrollaron en el extranjero de manera autónoma. Es exactamente la evolución contraria de la que experimenta la industria alemana. Las empresas alemanas deslocalizaron sus unidades de producción en Europa del Este en un modelo de integración vertical, con sus redes de PYMES situadas en los *Länder* alemanes, para constituir así potentes plataformas de exportación mundial. Las evoluciones opuestas del comercio exterior en Francia y en Alemania derivan del conjunto de procesos que han acentuado la polarización industrial.

### *Los estigmas de la polarización industrial*

¿Cuáles son los rasgos característicos de esta polarización? Los datos del Eurostat sobre las migraciones de las industrias europeas se miden en términos de cuotas de empleo ganadas o perdidas por sector en un país entre 1998 y 2009 sobre el total del empleo europeo en ese sector. Hay que señalar en primer lugar que Europa ha perdido empleo industrial en todos los sectores. Las cifras van desde el -3 por 100 en el plástico al -46 por 100 en el textil, pasando por un -23,5 por 100 en la producción de máquinas y un -18 por 100 en el sector químico. En total son más de seis millones de empleos industriales los que se han perdido bajo la presión de los países emergentes.

En el seno de esta contracción industrial, los procesos de especialización que provoca la concentración de actividades han sido intensos. Se traducen en el hundimiento industrial de Gran Bretaña (11,6 por 100 del empleo industrial europeo en 1998, 8,5 por 100 en 2009) y por una concentración hacia Alemania (el 17,6 por 100 en 1998 contra un 19,3 por 100 en 2009). En el interior de los países, el proceso de especialización se profundiza entre las regiones. En Gran Bretaña, los *Midlands* occidentales (Liverpool y Manchester) han sido especialmente afectados. El Gran Londres ha abandonado la industria por las finanzas. En Alemania la concentración ha fortalecido las regiones donde la tradición industrial era ya más potente en el oeste (Baden Württemberg y Baviera). También en el este ha hecho avanzar a las regiones ya industriales en los tiempos del imperio de Bismarck (Turingia y Sajonia).

Al lado de estos dos polos coherentes de inserción en la división internacional del trabajo que existen en Europa, los demás países han experimentado evoluciones menos marcadas si consideramos la industria en su conjunto. Los países que salen ganando son los de Europa del Este (República Checa, Eslovaquia y Polonia), ayudados en gran medida por la reestructuración de la industria alemana. En Europa occidental Italia mejora su posición en el noroeste y Portugal pierde. Francia y España se mantienen globalmente (10,5 por 100 y 7 por 100 del empleo industrial

européa) muy concentrado en l'Île de France y Rhône Alpes por una parte y en Cataluña por otra.

Las principales ganancias y pérdidas son un índice significativo de los cambios en la competencia internacional cuando se examinan los sectores. Las pérdidas de Gran Bretaña son enormes en todos los sectores. En Alemania las ganancias en la industria de maquinaria y equipamiento, la joya de las PYMES alemanas, alcanzan el 6 por 100. Las ganancias de las grandes empresas alemanas del automóvil se observan en la República Checa y Polonia (2,8 por 100 cada una) y Eslovaquia que alcanza el 1,6 por 100. Italia ha tenido una gran progresión en las industrias del caucho y los plásticos (2,7 por 100 cada una) y en la industria de maquinaria y equipamiento (1,5 por 100) gracias a la densidad de sus PYMES. Las mayores pérdidas de Francia se concentran en el automóvil (-4,5 por 100) debido a las deslocalizaciones de empresas y en la metalurgia (-1,5 por 100).

Para pasar de la simple constatación a establecer los determinantes estructurales de la competitividad dentro de la nueva economía geográfica, los dispositivos de innovación son los factores más decisivos. En Europa continental los sistemas de innovación no están dirigidos por los mercados financieros, sino por empresas con una potente aportación de los Estados. Estos están presentes en el funcionamiento de los laboratorios públicos, en las aportaciones financieras a grandes programas de investigación conducidos por las empresas y en los incentivos fiscales y financieros a la investigación en las PYMES.

Los gastos en I+D y la cantidad de patentes triádicas depositadas (que permiten proteger simultáneamente un invento en los mercados estadounidense, europeo y japonés) son indicadores del esfuerzo de innovación que contribuye con mayor fuerza a las capacidades industriales competitivas (cuadro 2.4). Al abrir oportunidades de producir bienes y servicios nuevos, con una demanda en alza, la inversión en innovación permite a las empresas que la transforman en logros comerciales captar la renta de innovación. Esta se manifiesta mediante tipos de margen más elevados que son característicos de las ventajas estructurales. El cuadro 2.4 muestra la superioridad, dentro de Europa, de Suecia frente a Alemania, mientras que Francia se encuentra muy por detrás y que la contribución de los otros países es muy baja. Ahí radica la enorme debilidad de Europa frente a la competencia estadounidense y asiática.

CUADRO 2.4.

## DETERMINANTES DEL ESFUERZO EN INNOVACIÓN EN EL AÑO 2009

País	Gasto en I+D (% PIB)	Patentes triádicas (por cada millón de habitantes)
Alemania	2,82	72,0
Francia	2,26	37,7
España	1,39	2,8
Italia	1,26	12,6
Gran Bretaña	1,77	26,5
Suecia	3,42	102,3

*Fuente:* Eurostat.

Este capítulo ha mostrado que los problemas de la zona euro van más allá de la reducción de los déficits de las finanzas públicas. El euro no ha cumplido ninguna de las esperanzas que lo habían hecho nacer. Las razones más profundas se encuentran en el desconocimiento de las implicaciones políticas de la unicidad de la moneda en un espacio económico. No puede haber una moneda completa sin una soberanía que la englobe. Esta soberanía debe ser capaz de imponer un orden a las finanzas para encauzar su inestabilidad intrínseca. Si las finanzas se dejan a su albur en un conjunto de países heteróclitos, donde sólo están unificadas las reglas de la competencia, provoca inexorablemente divergencias destructivas. Los Estados se ven obligados a socializar masivamente las pérdidas privadas, transformando las divergencias económicas en una estructura polarizada de deudas y de acreedores soberanos. La ausencia de solidaridad financiera instituida hace frágil esta estructura y amenaza la existencia misma de la zona monetaria.

Esta amenaza es tanto más real en cuanto que las fuerzas que concurren en un espacio de integración económica bajo una moneda única provocan una concentración de las actividades económicas que conlleva una desindustrialización de los territorios de los países víctimas de la polarización industrial. De esta forma, estos países no tienen recursos para comprometerse, a partir de su propia capacidad presupuestaria, a efectuar una larga consolidación en el interior de la zona monetaria sin beneficiarse de la solidaridad de sus socios.

A partir de este nudo de problemas, tenemos que entender la dinámica de la espiral destructiva que se ha apoderado de Europa para así hacer aparecer las vías de una posible renovación que haga del euro el cimiento de una cohesión política que se soñó hace más de cuarenta años y que nunca se ha intentado.

## EL IMPACTO DE LA CRISIS FINANCIERA SOBRE LA ZONA EURO (2007-2010)

LA DEFLACIÓN DE balance, que caracteriza la crisis desde 2007, conlleva unos riesgos para las economías que se han identificado con bastante rapidez recurriendo en particular al análisis de la Gran Depresión.

Esto no era algo tan evidente en la medida en la que el pensamiento económico de la «nueva síntesis», que tiene ya casi veinte años, no integraba este tipo de fenómeno. En un contexto de enorme moderación, con una producción y una inflación estables, emergía la idea de que las fluctuaciones macroeconómicas estaban bajo control. Las economías únicamente parecían alejarse del equilibrio bajo el efecto de los choques exógenos, y no como consecuencia de procesos internos, fuentes de desequilibrios acumulativos. Las consecuencias del crac bursátil de 1987 o de la explosión de la burbuja de Internet en 2000, efectivamente, se manejaron bien. En aquel momento se prestó muy poca atención al impacto de una crisis financiera sobre la esfera real. La razón la encontramos en los presupuestos teóricos sobre la eficiencia financiera, que hemos analizados y criticado en el capítulo 2. Además, la política monetaria debía ser el instrumento principal de una política contracíclica, dirigida de la manera más independiente posible, que permitiría una acción más rápida que una política presupuestaria, siempre sometida a las limitaciones políticas.

Pero, en 2007 la explosión de una burbuja especulativa, que afectó a la vivienda, especialmente en Estados Unidos, y la crisis de las *subprime* en un sector financiero desregulado, no solamente obligaron a los bancos centrales a bajar a cero los tipos de interés y a aplicar políticas no convencionales, sino que también obligaron a los Estados a aumentar mucho sus déficit para evitar *in fine* una Gran Depresión.

El objetivo es, pues, comprender en qué se modificaron, tanto en su magnitud como en su naturaleza, las políticas económicas y después identificar los efectos que estas tuvieron sobre la economía. De una manera más general, se trata de interrogarse sobre el carácter excepcional de las políticas adoptadas desde 2007. En efecto, un buen número de analistas cree que estas políticas económicas son excepcionales, que estuvieron motivadas por

una crisis financiera excepcional y que hay que volver lo antes posible a la normalidad. Esto es olvidar que el marco de análisis dominante durante las dos décadas de la gran moderación que precedieron a la crisis no ha visto ni ha podido evitar que se desarrollara un largo proceso de desequilibrios acumulativos que ha culminado en la crisis actual. La crisis financiera ha transformado el mundo económico: ahora la tarea es interpretarlo.

## 1. Deflación de balance y riesgos sobre la economía

### Caída de los activos e imperativo de desendeudamiento privado

#### *Características generales de la deflación de balance*

La crisis financiera llevó a su paroxismo el hundimiento del precio de los activos, que desestabilizó a su vez el equilibrio de los balances de los agentes privados endeudados. Las calificaciones se degradaron y los *spreads* crediticios aumentaron. El coste de los fondos propios y el de las deudas se elevaron al mismo tiempo. Hubo, pues, una subida del coste del capital. Las adquisiciones de activos, efectuadas a precios exorbitantes en la fase eufórica, sufrieron severas devaluaciones. Los fondos de pensiones de prestación definida resultaron ser un abismo enorme de subcapitalización. Hubo, por lo tanto, que provisionar las pérdidas, lo que absorbió los ingresos corrientes.

El perfil y la duración de la fase descendente del ciclo financiero dependían de la energía con la que las empresas reaccionaran al deterioro de sus balances y de la forma en que se interpretaran estos esfuerzos por parte de los mercados financieros. La variable sensible en esta fase es el ratio deuda/valor de mercado de los activos, porque influye en la calidad de las deudas emitidas con anterioridad. Las constricciones financieras que sufrió el sector privado en esta fase dependían pues de la evolución de este ratio.

Aparece entonces el carácter fundamental de esta fase, que la vuelve a la vez peligrosa y de una duración incierta: el apalancamiento financiero se incrementa al mismo tiempo que baja el valor de los activos, a pesar de los esfuerzos de los agentes endeudados por disminuir su endeudamiento. El incremento del efecto de apalancamiento en plena fase recesiva es la característica crucial de una deflación financiera. Con ayuda de un modelo de valorización de las deudas y de la probabilidad de insolvencia en función del valor de mercado de los activos, podemos mostrar que el ratio *loan-to-value* aumenta mucho con la regresión del precio de los activos, antes de poder empezar a bajar (Aglietta y Réberieux, 2004). El peso de la deuda en los balances sólo puede reducirse mediante una contracción de la demanda de crédito y, por lo tanto, de los gastos de los agentes no financieros, por

una parte, y de la oferta de crédito bancario al conjunto de los actores privados, financieros y no financieros, por otra. La economía privada entra entonces en un ajuste (*stock-flux*) depresivo, puesto que un gran número de agentes económicos siguen su estela.

El recuadro 3.1 lo muestra de manera formal: cuando la tasa de crecimiento de la renta nominal privada es inferior al tipo de interés medio sobre la deuda existente, la demanda agregada del sector privado crece aún menos rápido que la renta. Esto es así porque el sector privado, es decir, las empresas, cuando la constricción financiera pesa sobre este sector, debe aumentar su ahorro para hacer frente al cumplimiento de la deuda y, por lo tanto, la demanda agregada de un periodo determina la renta que se gasta en el periodo siguiente. De ahí se sigue que la tasa de crecimiento nominal baja continuamente mientras la constricción del endeudamiento sigue activa. La contracción del crecimiento conduce a presiones deflacionistas.

La constricción en periodos de deflación financiera depende del servicio de la deuda (intereses y devolución del principal) respecto a la renta nominal. Si la deuda es a largo plazo, la carga del reembolso está escalonada y disminuye a cada plazo; pero si se ha contraído a un tipo fijo elevado negociado durante la fase eufórica del crédito y si la renegociación es costosa, la carga en concepto de intereses es rígida.

#### RECUADRO 3.1

##### DEFLACIÓN DE LA DEUDA Y CRECIMIENTO NOMINAL

Sea:

$D$ : montante nominal de la deuda del sector privado;

$R$ : renta nominal del sector privado excluidos intereses;

$i$ : tipo de interés efectivo sobre la deuda.

La restricción de solvencia es:  $\frac{iD}{R} \leq \bar{d}$

Siendo  $\bar{d} = \frac{\bar{l}}{i}$  el límite superior del ratio deuda/renta.

La renta total es:  $R + iD$ , puesto que los intereses se pagan al sector privado.

El gasto total del sector privado es:

$$C = \lambda (R + iD)$$

Donde  $\lambda$  es la propensión media de ahorro.

El aumento del endeudamiento comprende el servicio de la deuda y los nuevos préstamos:  $\dot{D} = iD + \Delta D$ ,

Bajo la restricción de solvencia:  $\Delta D = \frac{\bar{I}}{i} \dot{R} - iD = \bar{d}\dot{R} - iD$

Por lo tanto, la deuda no puede aumentar más rápido que la renta nominal:

$$\frac{\dot{D}}{D} = \frac{\dot{R}}{R} = g$$

La constricción presupuestaria del sector privado es:

$$C + \dot{C} = \lambda(R + \dot{R}) + \lambda i(D + \dot{D}) + \Delta D$$

Se puede deducir la tasa de crecimiento del gasto privado:

$$\bar{C} = \frac{\dot{C}}{C} = \frac{\lambda[\dot{R} + i(iD)]}{\lambda(R + iD)} + \frac{(1 + \lambda i)\Delta D}{\lambda(R + iD)}$$

Dividiendo el elemento derecho de la ecuación por  $R$  de forma que introduzcamos  $g$  y empleando la restricción de solvencia, deducimos la ecuación siguiente para el crecimiento del gasto privado:

$$\bar{C} = g + \frac{\bar{d}(g - i)}{\lambda(1 + \bar{I})}$$

El gasto crece tanto menos rápido si la renta crece a un ritmo inferior al tipo de interés.

### *Una crisis financiera específica*

En el contexto actual, la deflación de balance ha sido tanto más fuerte en cuanto que se ha desmarcado en numerosos puntos de las experiencias del pasado. La primera de estas características es el hecho de que la necesidad de desendeudamiento no ha afectado, como ocurrió en el pasado, a una zona circunscrita, sino a la mayoría de las economías desarrolladas. En efecto, la inversión y el endeudamiento excesivos han aquejado a la mayoría de las grandes economías durante la última década, como ya hemos analizado en el capítulo 2. Este fenómeno ha incrementado desmesuradamente la fragilidad del sector privado. Se sigue de esto que el desendeudamiento de las empresas no financieras ha resultado ser imperativo no solamente debido a la regresión en el precio de los activos que ha deteriorado la salud de las empresas, sino también para sus fundamentales.

En todas partes, la tasa de utilización de las capacidades de producción intenta penosamente regresar a su media a largo plazo, mientras las sobrecapacidades nunca han sido tan masivas desde hacía treinta años. Se ha producido en consecuencia una desvalorización del capital productivo que repercute a su vez en el balance de las empresas, consumiendo los fondos propios y volviendo más imperativo si cabe el desendeudamiento, lo cual

se refleja en las cuentas de explotación bajo la forma de una depreciación incrementada. Esta última es particularmente importante en Estados Unidos donde, desde la primera publicación de estos datos en 1960, el peso de las depreciaciones del capital físico sobre el valor añadido nunca había sido tan elevado como en 2009: más del 13 por 100.

Las empresas se enfrentan así a dos escollos: la existencia de sobrecapacidades que incrementan el coste del capital y el aumento de la carga de los intereses anteriores. Como hemos dicho antes, el apalancamiento financiero aumenta cuando el precio de los activos entra en regresión, arrastrando en su estela las primas de riesgo sobre los créditos. Las empresas se enfrentan entonces a una carga de la deuda demasiado importante y entra en escena la deflación de balances; en 2009, en Estados Unidos el ritmo de descenso de los pedidos ha rondado el 2 por 100 para el conjunto de las empresas. En el primer trimestre del año 2010, las empresas «*corporate*» han podido frenar en seco su deflación financiera gracias a importantes emisiones financieras. Sin embargo, para las empresas que no tienen acceso al mercado de valores, especialmente para las empresas individuales, la reestructuración de los balances se ha prolongado a lo largo de todo el año 2010.

El segundo punto importante, y este es un hecho que está especialmente presente en el episodio actual de crisis, atañe a la necesidad de desendeudamiento de los hogares. Favorecidos por un mercado inmobiliario en crecimiento en Estados Unidos, en Irlanda, en España y, en menor medida, en Gran Bretaña, y por el desarrollo de los créditos al consumo, cuando se degradó el valor de los activos estos se encontraron en una situación financiera muy delicada.

La disminución neta de la riqueza financiera de los hogares estadounidenses (activos financieros e hipotecas deducidos los pasivos financieros) iniciada a finales de 2007 ha legitimado la recuperación de la tasa de ahorro, que ha pasado del 2 por 100 de la renta disponible en 2007 a más del 5 por 100 de media en 2010. El corolario ha sido una rápida bajada de los pasivos de los hogares: su deuda se reduce durante varios trimestres lo que permite una disminución sensible de la carga en concepto de intereses. El peso sobre la demanda privada y el encadenamiento depresivo creado son evidentes y ello a pesar de que los hogares estadounidenses han recurrido a sus activos líquidos, depósitos y acciones para financiar su consumo.

En la zona euro igualmente, y aunque existen divergencias estructurales entre los países, se constata una marcada disminución, incluso una contracción en el caso de los hogares, de los créditos concedidos en 2009 y 2010. Esto no ha sido más que una consecuencia de la necesidad de reducir el peso de la deuda en los balances mediante una disminución de

la demanda de créditos por parte del sector privado no financiero y de la oferta de créditos por parte del sector financiero.

Los diferentes modelos de interacciones que existen entre los agentes del sector privado han hecho también que la reestructuración de los balances haya sido más larga y difícil. Los hogares, frente a los imperativos que han experimentado, han priorizado el ahorro sobre el consumo. Al hacer esto, la demanda dirigida a las empresas se ha debilitado y se han originado sobrecapacidades de producción que han aumentado el coste del capital, que en parte aquellas han repercutido sobre los costes salariales, retroalimentando así un proceso depresivo.

### **El riesgo de caer en una trampa de liquidez**

En esta fase de la deflación de balance, la primera respuesta ha sido recurrir a una política monetaria tradicional, bajando rápida y enérgicamente los tipos de interés de referencia. Aunque la estructura de los tipos de interés haya en su conjunto seguido un movimiento así, la herramienta no parecía estar a la altura de la situación. Los temores a caer en una trampa de liquidez, a imagen de la «década perdida» japonesa, se han explicitado entonces y los análisis han coincidido al afirmar que las respuestas políticas habían sido demasiado tardías y timoratas.

#### *La trampa de liquidez y la experiencia japonesa de la «década perdida»*

Una trampa de liquidez se define en su origen como una situación en la que la demanda de moneda es perfectamente elástica: un suplemento de oferta de moneda no permite disminuir los tipos de interés (la curva de la demanda es horizontal). En la teoría keynesiana estándar la oferta de moneda actúa sobre la actividad únicamente a través de las variaciones inducidas de los tipos de interés. En una situación de trampa de liquidez, un aumento de la oferta de moneda, que no actúa sobre los tipos, fracasa pues en su intención de relanzar la actividad. Los partidarios de la teoría cuantitativa de la moneda, por el contrario, subrayan que un aumento de la oferta de moneda puede estimular la actividad, aunque no se modifiquen los tipos en la medida en que el volumen de efectivo nominal de los individuos aumenta y, por lo tanto, aumenta *in fine* la demanda agregada. Sobre esta base el Banco de Japón condujo la *quantitative easing* [expansión cuantitativa] en la década de 1990.

Pero el estancamiento de la economía japonesa a lo largo de esos años cuestionó esta visión y renovó el interés por el concepto de trampa de liquidez (donde la oferta de moneda no actúa sobre la actividad), que hoy designa de manera general una situación en la que el tipo de interés

nominal es cero, el nivel más bajo posible. El tipo de interés nominal, en efecto, no puede estar por debajo de cero por la sencilla razón de que nadie prestaría 100 euros sin la condición de recibir al menos 100 euros de vuelta. El elemento esencial reside aquí en la capacidad que tiene la autoridad monetaria para aumentar las expectativas de inflación, incluso en una situación de trampa de liquidez, esto es, sobre su capacidad para disminuir los tipos de interés reales y para finalmente aumentar la demanda agregada (Krugman, 1998, Eggertsson y Woodford, 2003). La trampa de liquidez se convierte entonces en una verdadera trampa únicamente si el banco central es incapaz de modificar las expectativas.

Para que Japón salga de esa trampa se han ofrecido varias soluciones. Por una parte, el banco central debería a la vez elevar su objetivo de inflación (que había bajado mucho en la década de 1990) y responder con más energía al aumento de la brecha productiva (Leigh, 2009). Por otra parte, el banco central podría haber optado por un objetivo dinámico en función de los precios, como recomienda Bernanke (2003)<sup>1</sup>.

#### *La restricción de un tipo de interés cero*

Con el fin de evaluar las modalidades de decisión de política monetaria, existía un consenso bastante amplio entre los economistas en recurrir a la llamada regla de Taylor (1993). Esta regla vincula la fijación de los tipos de interés de referencia por el banco central con la evolución de la brecha productiva en relación con la producción potencial y de la inflación en relación con un objetivo. Esta función de reacción de los bancos centrales no está, sin embargo, exenta de peligros.

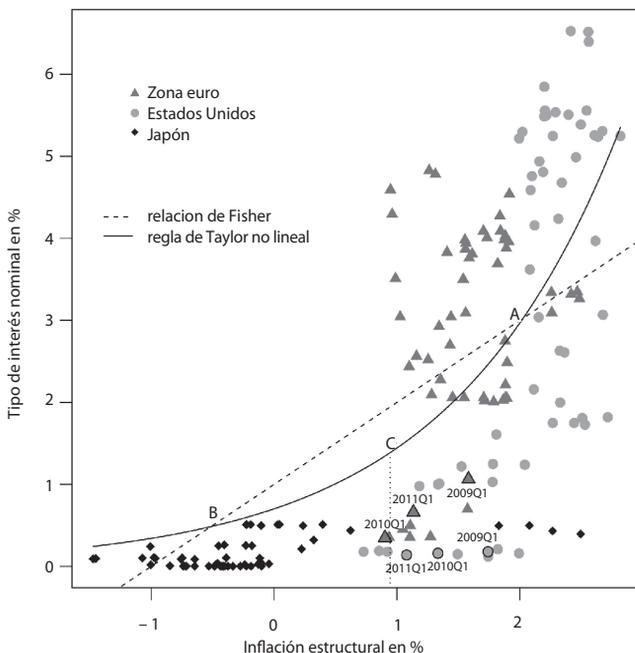
Algunos economistas han demostrado la insuficiencia de la regla de Taylor en determinados contextos macroeconómicos. Benhabib *et al.* (2001) muestran así que una regla de Taylor asociada a la presencia de un umbral mínimo para el tipo de interés nominal (que no puede ser negativo) crea un nuevo camino a largo plazo para la economía, que puede implicar deflación y tipos nominales muy bajos, como muestra el ejemplo de Japón. Este artículo, que suscitó un gran número de debates académicos en el momento de su publicación, adquiere una significación muy diferente en la situación actual que incluso reconocen los «halcones de la inflación» en Estados Unidos: el peligro para la zona euro y Estados Unidos de caer en un escenario a la japonesa se ha vuelto real a partir del otoño de 2008 (gráfico 3.1 y recuadro 3.2).

---

<sup>1</sup> Detallaremos estas distintas propuestas en las secciones siguientes.

GRÁFICO 3.1

## RELACIÓN ENTRE TIPOS DE INTERÉS E INFLACIÓN EN LA ZONA EURO, EN JAPÓN Y EN ESTADOS UNIDOS 1997Q1-2011Q1



Fuente: OCDE, cálculo de los autores.

## RECUADRO 3.2

## ILUSTRACIÓN DE LOS PELIGROS DE UNA REGLA DE TAYLOR

El cruce de los tipos de interés nominales fijados por los bancos centrales con la inflación estructural (excluidos los precios de los alimentos y la energía) subraya bien la especificidad japonesa: tipos inferiores al 1 por 100 y una inflación estructural muy a menudo negativa a lo largo de los últimos diez años. La zona euro y Estados Unidos ostentan una inflación positiva con una mayor tolerancia a la inflación en el lado estadounidense (para un mismo tipo de interés, la inflación estadounidense es mayor), pero los últimos puntos se acerca mucho al caso japonés.

La línea de puntos representa la relación de Fisher para los activos seguros, según la cual un tipo de interés nominal tiene un componente real más una

prima de erosión monetaria equivalente a la inflación esperada<sup>2</sup>. La línea continua representa una regla de Taylor calculada sobre el conjunto de los datos. Describe cómo el tipo de interés a corto plazo responde a la inflación<sup>3</sup>. En la parte derecha del gráfico, la política monetaria está activa: cuando la inflación está por encima del objetivo el tipo de interés aumenta, pero más que la desviación de la inflación en relación con su objetivo; cuando la inflación está por debajo del objetivo, el tipo de interés disminuye pero de nuevo más que la desviación de la inflación en relación con su objetivo. Cuando la curva que describe la regla de Taylor corta la recta de la relación de Fisher en el punto A, se puede pensar que existe un estado en el que el banco central no desea modificar los tipos y simultáneamente se consigue anclar las expectativas de los agentes privados sobre esa inflación. Es un equilibrio en el sentido de que, si no hay otros choques sobre la economía, nada cambiará en materia de tipos de interés o de inflación. En el gráfico ese equilibrio se corresponde con una tasa de inflación en torno al 2 por 100 y un tipo de interés de un 3 por 100. Hablamos de objetivo de equilibrio estacionario.

Cuando nos alejamos del equilibrio, y aquí radica el interés de esta demostración, existe un segundo punto de intersección entre las dos curvas (el punto B del gráfico) que crea un segundo estado de equilibrio, que llega con una inflación del -0,5 por 100. En el caso de Japón, los tipos no pueden bajar por debajo de cero y no hay ninguna razón para aumentarlos desde el momento en el que la inflación es ya demasiado baja.

El análisis de Benhabib *et al.* (2001) subraya el hecho de que a partir de un determinado umbral, la política monetaria ya no es activa sino pasiva. Así cuando la inflación decrece, el tipo no baja más debido a su punto mínimo de cero. Siempre en este contexto, cuando la inflación crece, los tipos no responden más que un punto por cada punto de desviación con relación al objetivo porque, en esta región, la inflación está muy por debajo de su objetivo. El sector privado espera entonces una inflación negativa coherente con la relación de Fisher y por lo tanto nada cambia. Se puede calcular, empleando los datos del gráfico 3.1, cuál sería la inflación a partir de la cual la política monetaria se vuelve pasiva: se corresponde con la abscisa del punto C (donde la pendiente de la tangente a la curva de Taylor es unitaria), es decir, con una inflación del 0,9 por 100. La inflación subyacente a partir de 2010 se aproxima a este valor, incrementando las preocupaciones sobre una trampa de liquidez.

No se puede sin embargo concluir que las reglas de Taylor activas son desestabilizantes únicamente porque originan equilibrios múltiples. En efecto, los estudios empíricos muestran que las políticas monetarias en las décadas precedentes han sido en su conjunto activas, lo que ha permitido contener la inflación. El peligro reside, por el contrario, en la dificultad de salir de este nuevo equilibrio de deflación y de tipos bajos una vez que se ha entrado en él.

<sup>2</sup> La especificidad aquí radica en representar una curva no lineal, debido al tipo suelo.

<sup>3</sup> El componente real puede ser igual a la tasa de preferencia por el presente. Aquí la fijamos en un 1 por 100 (los rendimientos a corto plazo de los activos seguros han sido históricamente bajos).

El riesgo de caer en una trampa de liquidez se considera aún más importante dado que el nivel de los tipos de interés que debería prevalecer, teniendo en cuenta la inflación negativa y las subcapacidades de uso de la fuerza de trabajo y del capital, está muy por debajo del tipo mínimo cero. Algunos autores como Rudebusch (2009) sugieren incluso para el caso de Estados Unidos que el tipo de referencia fijado por la Fed debería haber sido de  $-6$  puntos porcentuales en 2009. Es la razón por la que se recurre a políticas no convencionales

### *Comparación con la Gran Depresión*

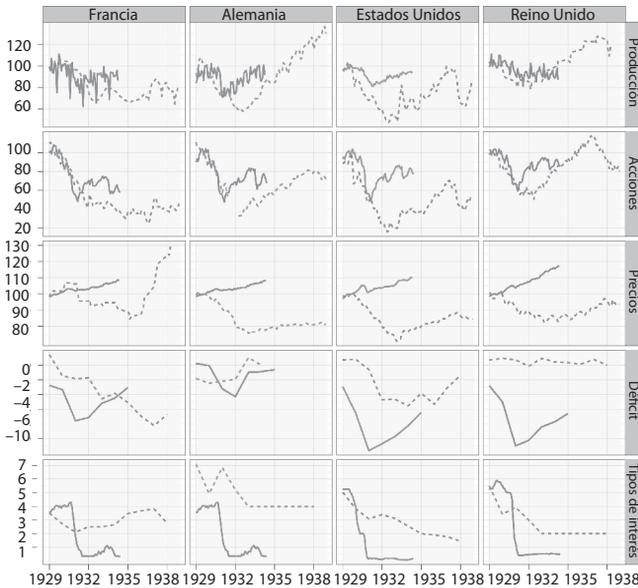
A pesar de la violencia de la crisis financiera, nos damos cuenta de que se ha evitado una nueva Gran Depresión. A la vista de los datos históricos de la Sociedad de Naciones (gráfico 3.2) está claro que tanto las caídas de la producción industrial como de las cotizaciones de las acciones fueron igualmente fulgurantes tanto en los primeros meses de la crisis reciente como en la década de 1930. Sin embargo, la producción no ha llegado a niveles tan bajos como los de aquella época y su recuperación ha sido más rápida. Por otra parte, el índice de los precios al consumo no indica una deflación como consecuencia de la crisis de 2007. La diferencia con la Gran Depresión es sobre todo notable en lo que respecta a la rapidez y la extensión de las políticas de apoyo que hoy se han puesto en práctica. Los tipos de referencia de los bancos centrales se han bajado más rápida y enérgicamente que durante la crisis de la década de 1930 y los déficits públicos han aumentado en proporciones más elevadas. Sobre todo tras la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008, los poderes públicos han evitado las quiebras bancarias mediante recapitalizaciones (Estados Unidos y Gran Bretaña), adquisiciones de activos de mala calidad y garantías masivas de préstamos. En efecto, lo que hundió la economía estadounidense en una depresión profunda fueron las tres olas de quiebras bancarias acaecidas en el otoño de 1930 y 1931, así como en la primavera de 1932. Estas acciones conjuntas han podido disipar temporalmente los temores de numerosos economistas de que la crisis se transformara en una Gran Depresión<sup>4</sup>. Se trata ahora de examinar con mayor detalle estos dos tipos de política.

---

<sup>4</sup>No es casualidad que Barack Obama haya decidido colocar a Ben Bernanke al frente de la Fed y nombrar a Christina Romer para dirigir su Consejo Económico, dos economistas que se dieron a conocer por sus análisis de las políticas económicas que se practicaron durante la Gran Depresión de la década de 1930 en Estados Unidos (Bernanke, 1983; Romer, 1992).

GRÁFICO 3.2

## COMPARACIÓN DE LAS CONSECUENCIAS DE LA GRAN DEPRESIÓN (1929-1938) Y DE LA GRAN RECESIÓN (2007-2012)



La línea punteada se refiere al periodo de la Gran Depresión, la línea continua al periodo actual.

Fuente: Société de Nations, OCDE, Bordo *et al.* (2001).

## 2. Los cambios en la conducta de la política monetaria

La gravedad de la crisis con posterioridad a la explosión de la burbuja inmobiliaria y de los créditos *subprime* en Estados Unidos ha obligado a los bancos centrales a utilizar instrumentos alternativos, distintos a la manipulación del tipo de interés a corto plazo, instrumentos como la compra masiva de activos tóxicos y la multiplicación de las garantías a los bancos para hacer bajar las primas de riesgo.  Cu les han sido los efectos sobre la economía de este cambio en la naturaleza y extensión de la política monetaria?

### Nuevas políticas monetarias

El balance de las políticas monetarias no convencionales introducidas a partir de agosto de 2007 en las tres grandes instituciones monetarias mundiales (Reserva Federal, BCE y Banco de Inglaterra) muestra un *antes* y un *después* de la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008 (Lenza *et al.*, 2010). En el periodo previo, los tres bancos centrales prestaron ayuda a los

mercados financieros modificando la composición de su balance de distintas maneras, pero manteniendo virtualmente sin cambios su talla global: se trata de *qualitative easing*. Por el contrario, a lo largo del periodo posterior a la quiebra, los bancos centrales ampliaron su balance y, como consecuencia, la base y los agregados monetarios: se trata de *quantitative easing*.

La intervención de los bancos centrales tiene como objetivo principal, tras la quiebra de Lehman, reemplazar a las transacciones interbancarias que ya no funcionaban debido a la generalización de la sospecha entre las instituciones financieras. Acciones así pueden considerarse como una versión moderna del *prestamista en última instancia*, un papel que no asumió la Fed en la década de 1930. Los bancos centrales han sido, pues, desde el otoño de 2008, *intermediarios en última instancia*, puesto que el mercado monetario interbancario estaba congelado. Esto ha impedido liquidar a la baja los activos y saldar los préstamos, en la medida en que los bancos ya no tenían acceso a la liquidez y a la financiación a corto plazo.

Las disposiciones que adoptaron los bancos centrales en esta situación son muchas y a menudo muy técnicas (recuadro 3.3 y gráfico 3.3.) En opinión de Giannone *et al.* (2011), es crucial comprender que la expansión del balance del BCE tiene como objetivo la promoción de los canales de transmisión para la política monetaria. Esta expansión se distingue de las políticas de *quantitative easing* adoptadas por otros bancos centrales a partir de la primavera de 2009, que implicaban la compra de activos en mercados líquidos que funcionan con el fin de incrementar los activos líquidos del sector privado y jugar con la pendiente de la curva de los tipos<sup>5</sup>. Esto permite estimular otro canal de política monetaria, el de las recomposiciones de las carteras de activos, lo cual da lugar a exportaciones de capitales y a un *carry trade* masivo.

### RECUADRO 3.3

#### LAS MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA NO CONVENCIONAL A PARTIR DE 2007

Las medidas que han tomado los bancos centrales a partir de septiembre de 2007 pueden agruparse en cuatro tipos de instrumentos:

- Instrumentos para potenciar la liquidez: Como reacción a la congelación del mercado interbancario, los bancos centrales han facilitado las

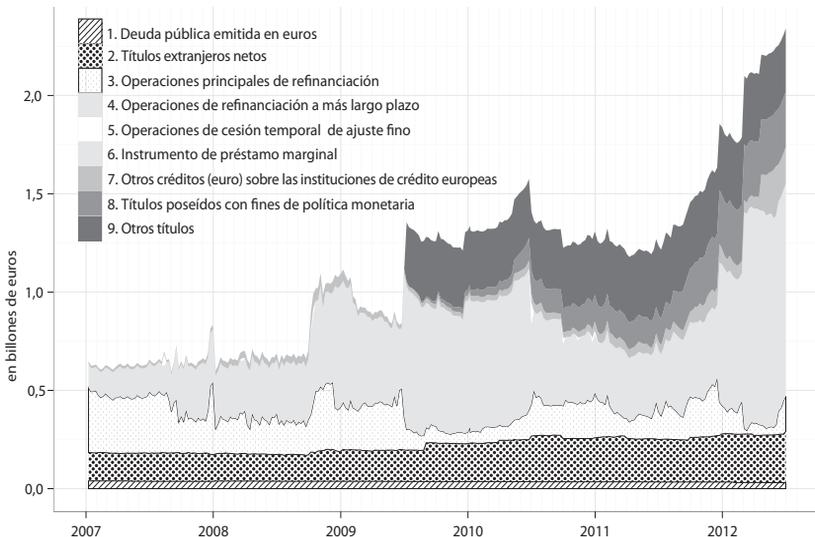
<sup>5</sup> El BCE ha participado también en la compra de obligaciones (desde junio de 2009) y de acciones (desde mayo de 2010), aunque en volumen estas compras apenas representan nada del balance del BCE.

condiciones de financiación de los bancos. La Fed ha creado el *term auction facility* (TAF) y el *primary dealer credit facility* (PDCF). De la misma manera, el BCE aumenta el tiempo y la madurez de la provisión de liquidez, con operaciones suplementarias de refinanciación, a tipo fijo y sin limitación de cantidad, *fixed rate/full allotment* (FRFA).

- Instrumentos de crédito. De forma seleccionada, para mejorar las condiciones sobre los mercados de crédito y evitar una crisis económica mayor, el banco central estadounidense compra títulos comerciales mediante el *commercial paper funding facility* (CPFF), *asset-backed commercial paper* [títulos comerciales garantizados por activos] (ABCP), títulos de empresas, por no hablar del apoyo a los fondos de inversión del mercado monetario.
- Programa de compra (*quantitative easing*). El Banco de Inglaterra y la Fed han comenzado la compra masiva de títulos públicos para facilitar el conjunto de las condiciones financieras (deuda pública, pero también las *mortgage-backed securities*, [MBS], como consecuencia de la nacionalización de Freddie Mac y Fannie Mae).
- Instrumentos para enfrentarse a la insolvencia de las instituciones financieras que presenten un riesgo sistémico (*too-big-to-fail*).

GRÁFICO 3.3A

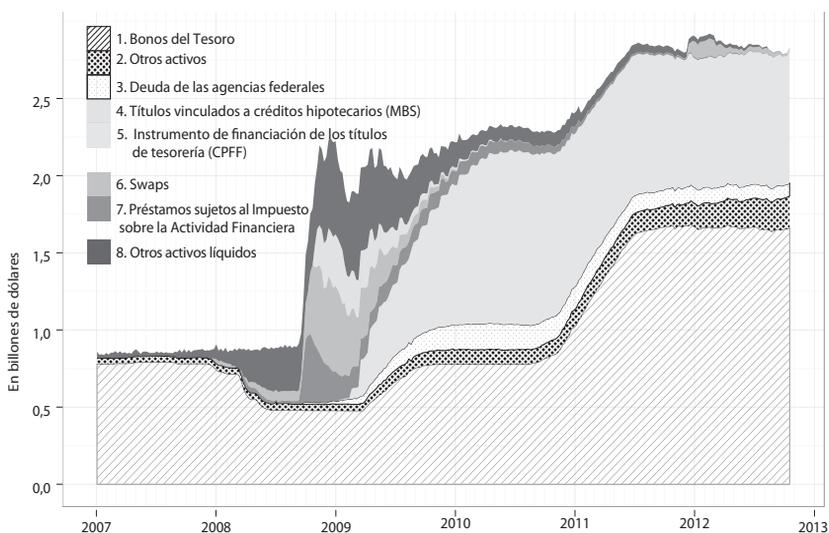
## COMPOSICIÓN DE LOS ACTIVOS DEL BCE, 2007-2012



Fuente: Federal Reserve Economic Data, BCE.

GRÁFICO 3.3B.

## COMPOSICIÓN DE LOS ACTIVOS DE LA FED, 2007-2012



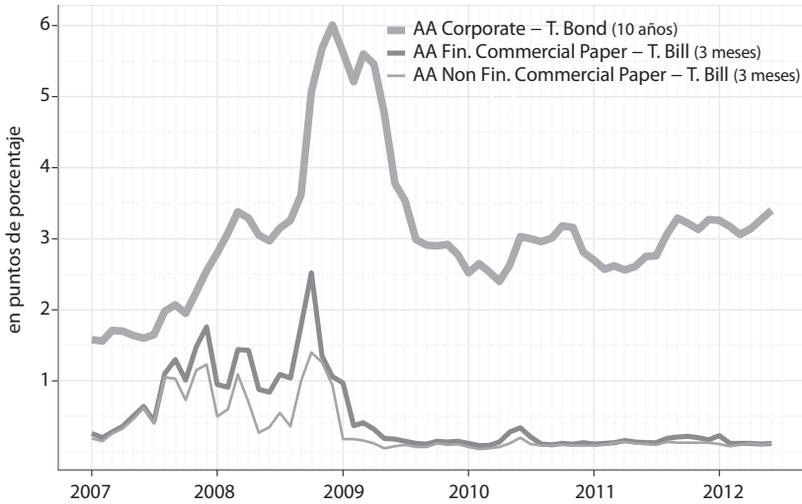
Fuente: Federal Reserve Economic Data, BCE.

### Los efectos de las políticas monetarias no convencionales

La amplitud del impacto de las políticas no convencionales ha sido objeto de intensos debates. Varios autores, entre ellos Lenza *et al.* (2010), han subrayado que estas políticas han actuado principalmente a través de sus efectos sobre los tipos de interés y los *spreads* sobre los mercados monetarios, más que a través de los efectos cuantitativos de la oferta de moneda. La intervención masiva de la Fed a finales de 2008 y a principios de 2009 permitió, como lo muestra el gráfico 3.4, reconducir los distintos tipos de interés sobre los títulos privados (ya fueran a corto o largo plazo) a niveles mucho más cercanos a los títulos sin riesgo. Giannone *et al.* (2011) indican que las medidas que introdujo el BCE a partir de septiembre de 2008 consiguieron, sin duda con la ayuda de los planes de apoyo de los Estados, ahorrar a los hogares y a las empresas una interrupción de la intermediación financiera. La propagación de la crisis por el hundimiento del sistema de intermediación, que jugó un papel central en la Gran Depresión, se evitó de esta manera (recuadro 3.4).

GRÁFICO 3.4.

SPREADS DE LOS TIPOS DE INTERÉS EN ESTADOS UNIDOS, 2007-2012



Fuente: Federal Reserve Economic Data.

Simulaciones a partir de modelos de equilibrio general confirman la eficacia de que el banco central intercambie títulos líquidos contra activos no líquidos cuando los tipos de interés nominal están a cero<sup>6</sup>. Del Negro *et al.* (2010), por ejemplo, no dudan en hablar de «gran evasión»: la contracción del PIB habría podido ser ya no del 6 sino del 10 por 100 y la cotización de las acciones, como la inflación, podría haber experimentado una caída dos veces mayor. El multiplicador de la balanza que ellos consideran es de 0,63, lo que significa que el PIB aumenta 63 céntimos cuando la liquidez aumenta 1 dólar<sup>7</sup>.

<sup>6</sup> El recurso a estos modelos no es evidente en la medida en la que no ha habido un gran número de economistas que se haya interesado en el desarrollo de un planteamiento de la política monetaria a partir de la gestión del balance del banco central, que tiene en cuenta las contrapartidas de la expansión de la base monetaria.

<sup>7</sup> No se puede comparar esta cifra con un multiplicador presupuestario (que mide el efecto de un consumo público suplementario sobre el PIB) superior al menos a la unidad. En efecto, en el caso estudiado, el banco central aumenta temporalmente la liquidez como contrapartida de unos títulos privados que podría revender: no hay pues un consumo.

### RECUADRO 3.4

#### BASE, AGREGADOS Y MULTIPLICADORES MONETARIOS

La base monetaria  $B$ , en el pasivo de un banco central, es igual a los billetes y monedas en circulación  $C$ , más las reservas  $R$ , que mantienen los bancos en proporción a los depósitos de los ahorradores  $D^8$ :  $B = C + R$ .

La masa monetaria  $M$  es la suma de los billetes y monedas en circulación y de los depósitos  $D$  a corto plazo (depósitos a la vista o cuentas corrientes) y a más largo plazo:  $M = C + D$ .

Combinando estas dos ecuaciones, se deduce un multiplicador monetario que relaciona la base monetaria con la masa monetaria:

$$M = (1 + C/D)/(R/D + C/D) * B.$$

En la medida en la que las reservas  $R$  son más débiles que los depósitos  $D$  (la ley impone un porcentaje de reserva en relación con los depósitos) el multiplicador debe ser superior a 1 y, por lo tanto, la masa monetaria  $M$  mayor que la base monetaria  $B$ . De todos modos, a partir de septiembre de 2008, en Estados Unidos la masa monetaria  $M1$  es inferior a la base monetaria (gráfico 3.5), pues los bancos depositaron como reservas ante la Fed una suma muy superior a las reservas obligatorias.

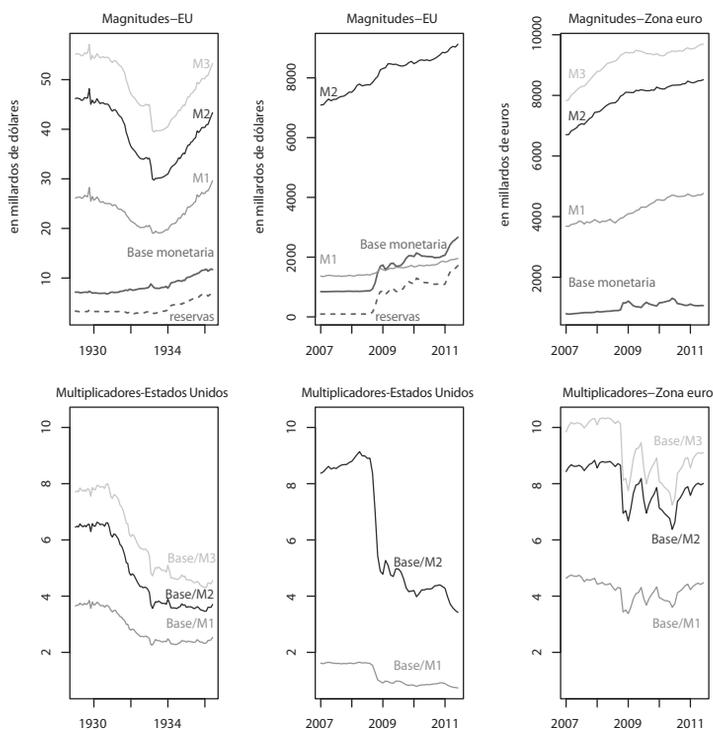
Es interesante comparar la evolución de los agregados y de los multiplicadores monetarios de la década de 1930 y de la crisis actual en Estados Unidos y en la zona euro. La moneda en circulación aumenta sin duda entre 1931 y 1933, pero de forma bastante débil e insuficiente como para frenar una caída del volumen de moneda  $M1$  de alrededor del 20 por 100 entre 1931 y 1933, lo que constituye el «error de la Fed» según Friedman y Schwartz (1963)<sup>9</sup>. Esto tiene como resultado una caída del multiplicador monetario durante este periodo.

<sup>8</sup> Hay que distinguir entre el *ratio de reserva*, fracción de los depósitos de los ahorradores en la banca comercial que esta debe colocar en el banco central, del *ratio prudencial*, fracción de los capitales propios respecto a la suma de los créditos concedidos por un banco comercial.

<sup>9</sup> A contrapelo de las conclusiones de Friedman y Schwartz, según las cuales «durante el periodo 1933-1941 el sistema de la Reserva Federal no hizo absolutamente ningún intento de modificar la cantidad de base monetaria», Christina Romer (1992) muestra que fueron los factores que aumentaron la demanda, y especialmente una expansión de la oferta de moneda ( $M1$ ), lo que permitió una recuperación tan importante entre 1933 y 1937 (en un primer momento ligada a una afluencia de oro posterior a la devaluación de 1933, que implicó después una disminución de los tipos de interés reales).

GRÁFICO 3.5

EVOLUCIÓN DE LA BASE, LOS AGREGADOS Y LOS MULTIPLICADORES MONETARIOS EN ESTADOS UNIDOS DURANTE LA GRAN DEPRESIÓN EN RELACIÓN CON LA SITUACIÓN POSTERIOR A 2007 EN ESTADOS UNIDOS Y EN LA ZONA EURO



Fuente: Friedman y Schwarz (1963), FRED, BCE.

La caída del multiplicador es también muy fuerte en el periodo actual, pero los mismos efectos no comparten las mismas causas. En la década de 1930 hay una caída de los agregados monetarios ( $M1$ ,  $M2$  y  $M3$ ); hoy los agregados continúan aumentando y ello se debe exclusivamente al crecimiento muy potente de la base monetaria que tiene un impacto sobre los multiplicadores. Mientras que durante la Gran Depresión asistimos a un pánico bancario sobre los depósitos (*run on retail deposits*), Gorton y Metrick (2011) consideran que en la crisis de 2007 hemos vivido un pánico bancario sobre la refinanciación (*run on repo*). En el primer caso, la Reserva Federal fue criticada por su incapacidad de actuar como prestamista en última instancia a la hora de responder a la demanda de moneda. En el segundo, el banco central ha intensificado el suministro de intermediación financiera para completar y en ocasiones incluso reemplazar al mercado interbancario.

Una interpretación tradicional consideraría que los bancos centrales han inyectado hoy suficiente moneda central para compensar el impacto recesivo de un multiplicador monetario que disminuye con fuerza, permitiendo así evitar el error de la Fed que identificaron Friedman y Schwartz. Sin embargo, esta interpretación descansa sobre la hipótesis particularmente fuerte de que la caída del multiplicador es exógena a las decisiones de la política monetaria. Algunos autores, como Goodhart (2010), consideran entonces que el multiplicador monetario no es ya el instrumento más pertinente para evaluar la calidad de las intervenciones de la política monetaria.

### 3. Las políticas presupuestarias de reactivación

#### Los diferentes planes de reactivación

Para luchar contra las fuerzas depresivas de la deflación de balance y contra el riesgo de caer en una trampa de liquidez, la política presupuestaria se ha colocado en primera fila de la escena como un poderoso instrumento contracíclico. Un gran número de economistas considera que esta herramienta no es ya pertinente para estimular la actividad, puesto que juzgan que la velocidad de reacción es demasiado lenta dadas las exigencias de acción. La política presupuestaria además ha sido objeto de muchos menos estudios académicos que la política monetaria<sup>10</sup>. Hay que dejar constancia, sin embargo, de la rapidez y extensión de los planes de reactivación que los Estados lanzaron a partir de 2008 y, sobre todo, de 2009.

Incluso si hoy el debate se ha desplazado hacia los efectos de los planes de ajuste presupuestario, que estudiaremos en el capítulo 4, la mayoría de los estudios tienden a demostrar que entonces se reunían todas las condiciones para que los multiplicadores presupuestarios tuvieran un impacto muy importante sobre la actividad. El hecho de que la eficacia de la política presupuestaria sea una función del contexto macroeconómico se sostiene hoy mucho mejor y es algo que la investigación teórica y empírica ha puesto de manifiesto. La coordinación de las políticas de reactivación, la aplicación de una política monetaria duraderamente acomodaticia, la existencia de economías en las que las sobrecapacidades de producción y las exigencias de liquidez son especialmente fuertes, implican así un ramillete de criterios que avalan lo bien fundadas que estaban estas políticas presupuestarias.

El cuadro 3.1 describe con detalle los planes de reactivación emprendidos en los países miembros de la Unión Europea: en conjunto inyectaron una cantidad equivalente al 1,5 por 100 del PIB en 2009 y al 1,4 por 100 en

<sup>10</sup> Una de las explicaciones posibles para esto reside en el hecho de que los bancos centrales financian muchas más conferencias que los servicios del Tesoro de los distintos gobiernos.

2010, es decir, un 2,9 por 100 del PIB en dos años. La extensión de estas medidas es mucho menor que la de los planes de reactivación estadounidense (5,8 por 100 del PIB en dos años) o chinos (6 por 100 del PIB). Sin embargo, los estabilizadores automáticos debidos a la extensión de los mecanismos de la protección social (prestaciones por desempleo y disminución de la recaudación de impuestos) están mucho más desarrollados en Europa. Según datos del FMI, los estabilizadores automáticos habrían tenido un impacto del 2,5 por 100 del PIB en 2009 frente al 0,5 por 100 del PIB en 2008, es decir, un efecto de estimulación implícito del 2 por 100 del PIB.

CUADRO 3.1

PLANES DE REACTIVACIÓN Y DE CONSOLIDACIÓN EN LA ZONA EURO,  
MEDIDAS DE LA EERP\* EN 2009 (% DEL PIB)

	Reactivación discrecional en 2009					Medidas de consolidación en 2009
	Medidas para los hogares	Medidas para el mercado de trabajo	Medidas para las empresas	Gasto suplementario de inversión	Total	
Bélgica	0,5	0,2	0,2	0,2	1,1	0
Alemania	0,5	0,4	0,5	0,4	1,7	0
Irlanda	0,4	0,1	0,2	0	0,7	-5,4
Grecia	0,5	0,1	0	0	0,6	-1
España	0,5	0,1	0,8	0,9	2,4	-0,3
Francia	0,3	0,1	0,9	0,3	1,6	0
Italia	0,2	0,1	0,3	0,2	0,8	-0,9
Países Bajos	0,2	0,1	0,3	0,2	0,9	-0,2
Austria	1,1	0,3	0	0,1	1,5	0
Portugal	0,2	0,2	0,3	0,4	1,1	0
Finlandia	1	0	0,2	0,3	1,6	0
Suecia	0,2	1,3	0	0,2	1,7	0
Gran Bretaña	1,3	0,1	0,3	0,2	1,9	-0,2
UE 27	0,5	0,2	0,4	0,3	1,5	-0,4

Nota: Las cifras se refieren a la suma de las medidas de reactivación presupuestaria adoptadas o previstas en 2009-2010, en relación con 2008, como respuesta a la crisis y de acuerdo con el EERP.

\* European Economic Recovery Plan, aprobado por el Consejo Europeo del 11-12 de diciembre de 2008.

Fuente: Comisión Europea, *UEM Public Finances*, abril de 2010.

## Las condiciones para la eficacia de los planes de reactivación

### *Una coordinación de las políticas presupuestarias nacionales*

La primera condición para la eficacia de la reactivación presupuestaria es la coordinación entre los diferentes Estados. Frente a una crisis global, el FMI les ha animado especialmente a privilegiar una acción coordinada, en la que el efecto es muy superior a las acciones aisladas. El *World Economic Outlook* de octubre de 2010 calcula así que los efectos positivos sobre la

actividad de un aumento del gasto público se duplican cuando los países coordinan sus planes. Esto permite evitar una de las críticas históricas que se le imputan al multiplicador, que postula que los efectos sobre la producción doméstica se diluyen debido al alza de las importaciones.

La operatividad de las políticas presupuestarias de reactivación es habitualmente mayor cuanto menos abierto está el país hacia el exterior. Cuando las economías están muy abiertas, les interesa a todos los países jugar al polizón y aprovecharse de la reactivación de los demás, sin tener que gestionar más tarde la constricción de la sostenibilidad de su endeudamiento público. En la zona euro, donde no es posible hacer ningún ajuste del tipo de cambio, este dilema se plantea con toda su crudeza. La ausencia de estructuras de coordinación de las políticas presupuestarias provoca así infaliblemente una reactivación presupuestaria subdimensionada.

### *Una política monetaria acomodaticia*

La segunda condición para una mayor eficacia de la política presupuestaria radica en la política monetaria, muy acomodaticia desde finales de 2008. El objetivo era contrarrestar los efectos recesivos de un aumento de los tipos de interés reales, como Krugman (1998) había ya preconizado para el caso de Japón. Hoy parece que emerge un consenso que revela multiplicadores presupuestarios mayores que dos en estas condiciones, por lo tanto muy superiores a los que encontramos habitualmente<sup>11</sup>. En el modelo que ha calculado Eggertsson (2010), por ejemplo, el multiplicador presupuestario es de 2,3 en Estados Unidos, es decir, que cada dólar que gasta el gobierno aumenta la producción en 2,30 dólares (recuadro 3.5)<sup>12</sup>.

¿Por qué es tan elevado el multiplicador? La causa principal del declive del PIB y de los precios es la expectativa del retroceso de la producción y la deflación. En efecto, si los precios bajan y los tipos nominales son nulos los tipos de interés reales aumentan, lo que acaba por deprimir aún más la actividad (en situación normal los tipos reales bajan porque el banco central puede bajar los tipos nominales más rápido que los precios). Pero si el sector privado anticipa un aumento del gasto público mientras que los tipos de interés nominales están a cero, las expectativas de recesión se modifican, lo que tiene un efecto estimulante en el transcurso de este periodo que rompe con la espiral recesiva. Las expectativas juegan, por

<sup>11</sup> Véase L. Christiano, M. Eichenbaum y S. Rebelo, (2011) y M. Woodford (2011). Estos resultados son corroborados por una literatura empírica muy reciente que busca evaluar la extensión de los multiplicadores según la posición en el ciclo económico (Auerbach y Gorodnichenko, 2010). Parece, según este último estudio, que el multiplicador del gasto se acerca a la unidad en los periodos de expansión y es superior a dos en los momentos bajos del ciclo.

<sup>12</sup> El intervalo de confianza 5-95 por 100 indica incluso un multiplicador comprendido entre 1,4 y 3,3.

lo tanto, un papel decisivo para explicar el efecto multiplicador del gasto público. El elemento clave reside, pues, en el compromiso por parte del Estado de sostener la demanda hasta el final de la recesión. En este marco, la duración del funcionamiento de los planes de reactivación parece menos crucial desde el momento en que la política presupuestaria es creíble.

### RECUADRO 3.5

#### EFFECTO DE UN AUMENTO DEL GASTO PÚBLICO SOBRE LA ACTIVIDAD CUANDO LOS TIPOS DE INTERÉS NOMINAL ES CERO, SEGÚN LOS CÁLCULOS DE EGGERTSSON (2010)

Partimos de un modelo de equilibrio general dinámico estocástico, donde el mercado de bienes y el mercado de trabajo se encuentran en competencia monopolística y los precios y salarios son rígidos. Los hogares optimizan su consumo, teniendo en cuenta su restricción presupuestaria, y de ahí obtenemos la curva de la demanda global ( $AD$ ) y las empresas optimizan su producción, teniendo en cuenta su restricción de recursos, y de ahí obtenemos la curva de la oferta global ( $AS$ ).

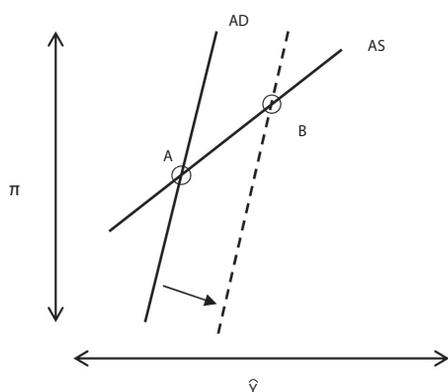
Proponemos la hipótesis de que un choque afecte a las preferencias de los agentes durante el período  $t$ , que vuelve a su nivel estacionario con la probabilidad  $1-p$ . Este choque negativo significa que cada hogar quiere repentinamente ahorrar más y que el tipo de interés real debe por lo tanto bajar para que la producción se mantenga constante. El corto plazo por el que nos interesamos se corresponde con el tiempo necesario para que las preferencias regresen a su nivel estacionario.

Por hipótesis el tipo de interés nominal es cero durante la duración del corto plazo. Además de esto, el crecimiento de la producción y de la inflación, en relación con su nivel estacionario, son nulos ( $\widehat{Y} = \pi = 0$ ). Tomamos como ilustración de reactivación presupuestaria un aumento del gasto público. A corto plazo, se pueden representar las dos curvas en un plano  $(\widehat{Y}, \pi)$  como lo indica el gráfico 3.6.

Al contrario que en la situación normal, en la que el tipo de interés nominal es positivo, la recta  $AD$  es aquí creciente o, dicho de otro modo, un aumento de las expectativas de inflación aumenta la producción. La razón es que, para un nivel dado de tipo de interés nominal ( $i = 0$  en este equilibrio), un alza de la inflación esperada reduce el tipo de interés real, abarata el gasto actual y por lo tanto aumenta la demanda. De manera simétrica, una deflación esperada hace que el consumo actual sea relativamente más caro que el consumo futuro, disminuyendo los gastos de hoy.

GRÁFICO 3.6

## EFECTOS DE UN AUMENTO DEL GASTO PÚBLICO A TIPO DE INTERÉS CERO



En cuanto a la curva AS, tiene un coeficiente positivo como en condiciones normales. Las empresas disminuirán o aumentarán sus precios en función de que las perspectivas de crecimiento sean negativas o positivas. Estos disminuirán (aumentarán) tanto más, dadas unas perspectivas de crecimiento determinadas, en función de perspectivas de inflación negativas (positivas).

Denominamos A al punto de equilibrio entre las dos rectas continuas. A partir del gráfico 3.6 vemos que un aumento del gasto público desplaza AD hacia la derecha, estimulando a la vez la producción y los precios. La curva de la oferta AS no tiene por qué modificarse si el Estado se compromete de forma creíble a detener la reactivación presupuestaria una vez que se supere la recesión<sup>13</sup>.

Por otro lado, determinadas reducciones de impuestos han resultado beneficiosas en esta situación de tipos cero como, por ejemplo, los impuestos sobre el consumo o las deducciones fiscales para las inversiones; otras, como la reducción de los impuestos sobre el capital o sobre los salarios, tienen efectos perversos. Dicho en otros términos, la reducción de impuestos muy distorsionadores concebida para aumentar la producción potencial en un contexto de crisis podrían llegar *in fine* a disminuirla. Encontramos esta dinámica en dos paradojas: la del ahorro y la del trabajo.

Sin duda cuando los tipos de interés nominal son positivos, las reducciones de impuestos sobre el capital pueden contribuir a aumentar la inversión y el volumen de capital y así desarrollar las capacidades de producción de la economía. Pero en un contexto de tipos nominales cero, el problema no es la inadecuación de las capacidades de producción, sino la insuficiencia de

<sup>13</sup>Podemos mostrar analíticamente que el multiplicador es siempre superior a uno en este modelo si los tipos de interés nominales son cero.

la demanda agregada. Reducir los impuestos sobre los ingresos del capital empuja a los individuos a ahorrar, mientras que lo que se pretende es todo lo contrario. Si todos empiezan a ahorrar más, la demanda se contrae y los ingresos de los hogares también, reduciéndose *in fine* su capacidad de ahorro. Paradójicamente una consecuencia de la reducción de la fiscalidad sobre los ingresos del capital es una reducción del ahorro global, en equilibrio general, porque todo el mundo busca ahorrar más<sup>14</sup>.

De manera similar, estos modelos demuestran que una política de reducción de los impuestos sobre el trabajo es expansiva en circunstancias normales (según muestran la mayoría de los resultados en esta literatura). Por el contrario, cuando el tipo de interés nominal es cero, la relación cambia y estas reducciones de impuestos se vuelven recesivas. En efecto, al reducir los costes marginales de las empresas, estas reducciones fiscales disminuyen los precios de los bienes y servicios producidos. Esto aumenta entonces el tipo de interés real pues el banco central no puede atemperar esta bajada de los precios mediante una reducción de los tipos de referencia que están ya a cero. Este mecanismo que ha demostrado Eggertsson (2010) toma el nombre de paradoja del trabajo: si todos quieren trabajar más en una situación de crisis con los tipos a cero, el resultado, en equilibrio general, es que todos trabajan menos.

Un buen número de simulaciones a partir de modelos neokeynesianos testimonian así la eficacia de las políticas presupuestarias de reactivación en situaciones de crisis. Las divergencias se centran sobre todo en las diferentes hipótesis de los autores sobre la naturaleza del gasto público suplementario. Por ejemplo, el modelo de Cogan *et al.* (2010) estudia los efectos de un crecimiento del gasto público en un modelo muy parecido a los que hemos mencionado anteriormente y establece sin embargo unos multiplicadores mucho más débiles. La razón de esta diferencia se basa en el hecho de que en su modelo el gasto público suplementario se considera como permanente, mientras que en los artículos que hemos mencionado anteriormente lo consideran como un estímulo temporal como respuesta a una situación de degradación de la actividad. Este punto tiene la ventaja de subrayar la importancia de la vuelta del gasto público a su antiguo nivel una vez pasada la crisis y recuperado el crecimiento.

El límite del tipo de interés cero no podría explicar por sí solo las variaciones de los multiplicadores presupuestarios<sup>15</sup>.

---

<sup>14</sup> La paradoja del ahorro la desarrolló originalmente Keynes.

<sup>15</sup> La mayoría de los modelos que simulan los efectos de los tipos de interés cero vencen esta restricción modificando el parámetro de preferencia para los agentes en el presente, lo que les empuja a ahorrar y desencadena la recesión. Esta elección permite entonces estudiar los efectos de las políticas presupuestarias en este nuevo contexto. Sin embargo, simular un choque exógeno para llegar a la limitación de los tipos cero, en lugar de considerarla como una consecuencia de desequilibrios endógenos, puede conducir a descuidar las condiciones económicas específicas que legitiman antes que nada la política presupuestaria.

*Las constricciones de liquidez sobre los hogares y las empresas*

Hay una tercera característica que justifica el recurso a los planes de reactivación presupuestarios: las constricciones de liquidez que pesan sobre los hogares y sobre las empresas, que no pueden, en este caso, recurrir a los mercados financieros. El aumento del gasto público palía en esta ocasión la debilidad del gasto privado, permite mantener la demanda global y evita una caída demasiado fuerte de la producción.

La rehabilitación del efecto multiplicador del gasto público mediante la toma en consideración de las constricciones de liquidez de los agentes se inscribe en contra de una corriente de pensamiento muy potente a partir de finales de la década de 1970 y del ascenso al poder de la teoría de la «equivalencia ricardiana» (Barro, 1974)<sup>16</sup>. Según esta teoría, en una economía sin constricciones financieras, los hogares, que se supone que viven indefinidamente y que anticipan racionalmente el conjunto de los precios futuros, pueden tomar prestado cuando les es necesario para extender su consumo en el tiempo de forma óptima. También anticipan, por lo tanto, que el mismo Estado que financia su gasto suplementario mediante el déficit subirá, tarde o temprano, los impuestos. El efecto riqueza negativo anticipado de esta subida de impuestos modifica los comportamientos de ahorro de los hogares y el descenso del consumo privado acaba por contrarrestar los efectos de la reactivación presupuestaria. El multiplicador presupuestario es entonces por fuerza inferior a la unidad, incluso se acerca a cero.

Barro (1981) y Hall (1980) subrayan sin embargo que este efecto riqueza negativo no es plausible más que si la política de subida del gasto público se percibe como permanente. Por el contrario, si el Estado anuncia de forma creíble un aumento temporal del gasto público, todo permite pensar que la renta permanente de los hogares no se vería afectada. El consumo privado y la demanda agregada aumentan entonces ante una oferta dada. De ahí se sigue una subida de los tipos de interés que desanima las inversiones productivas, según el efecto de evicción, y reduce pues el multiplicador.

---

<sup>16</sup> El economista inglés David Ricardo se pregunta en efecto en uno de sus escritos de 1820 cuál es la mejor manera de financiar una guerra. Supone que una guerra que cuesta 20 millones de libras, con un tipo de interés al 5 por 100, podría pagarse cómodamente de una sola vez, bien con un impuesto perpetuo de un millón de libras, o bien con un impuesto de 1,2 millones de libras durante cuarenta y cinco años. Sin duda Ricardo considera todas estas formas como equivalentes, pero sin embargo duda de que la gente actúe de una manera tan racional: «Somos conscientes del fardo de la guerra únicamente ante la visión de los impuestos que debemos pagar cuando se desarrolla, sin reflexionar en la duración probable de los mismos». Así, el propio Ricardo parece dudar de la validez empírica de la equivalencia ricardiana. Por esta razón O'Driscoll (1977) sugiere utilizar más bien el término «equivalencia no ricardiana», señalando que «Ricardo no es ricardiano en este asunto». Esta fórmula, sin embargo, no pasará a la posteridad. Más allá de estas controversias, Ricardo es sin duda el primero que formuló una posible neutralidad de la deuda estatal.

Si, por el contrario, las constricciones de liquidez son ineluctables, esto quiere decir que un determinado número de actores privados, lo bastante elevado como para implicar un efecto macroeconómico, se enfrenta a riesgos de ingresos no asegurables y tiene, por lo tanto, una capacidad de endeudamiento limitada. La liquidez suplementaria, asociada al aumento del volumen de activos públicos en la economía, permite una expansión de la demanda privada relajando la exigencia de desendeudamiento de estos agentes puesto que el aumento del volumen de títulos públicos eleva el colateral de los préstamos privados (Challe y Ragot, 2011). Se produce, por consiguiente, un aumento del gasto privado y por lo tanto un efecto multiplicador.

Otros autores insisten también sobre las constricciones de liquidez que pesan mucho sobre los agentes en situación de crisis (Hall, 2011). Mankiw (2000) subraya la necesaria toma en consideración de la heterogeneidad de los consumidores: determinados agentes tienen un horizonte temporal largo, por la circunstancia de «la gran concentración de la riqueza» y de «la importancia de la herencia en la acumulación de capital»; otros tienen un horizonte temporal corto, «no extienden su consumo en el tiempo» y «tienen una riqueza neta nula». Estudios empíricos recientes confirman la pertinencia de estas consideraciones. A partir de análisis sobre microdatos, Parker *et al.* (2011) han puesto de manifiesto las diferencias en los gastos de consumo de los hogares que se han beneficiado de devoluciones de impuestos con uno o dos meses de intervalo, durante las recesiones de 2001 y 2008. Como media, estos últimos gastan entre un cuarto y un tercio de la cantidad percibida en compras de bienes no duraderos. De ahí se deduce una sensibilidad más fuerte del crecimiento a la renta corriente de los agentes.

### **El impacto de la política presupuestaria en recesión**

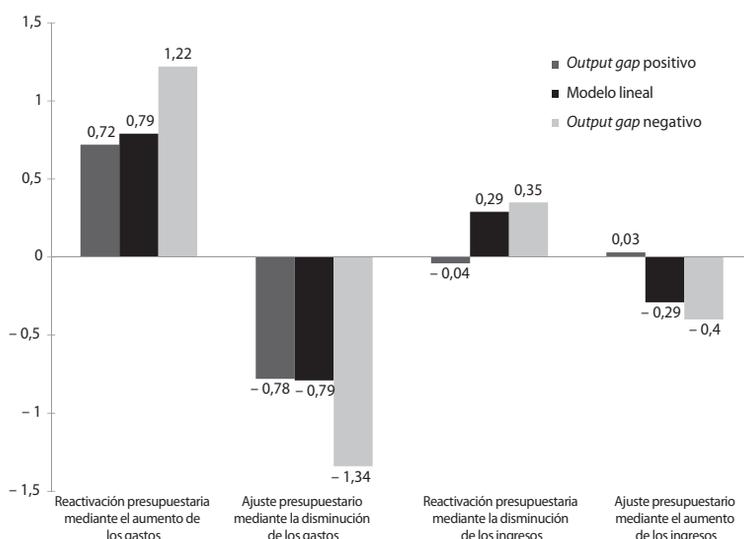
Si los distintos países logran coordinar sus políticas de reactivación en un contexto en el que el banco central opta por una política acomodaticia y las constricciones de liquidez que pesan sobre los agentes son más pesadas, entonces el multiplicador presupuestario, que mide la eficacia de la política presupuestaria, debería ser necesariamente elevado. Los economistas han intentado calcular empíricamente un multiplicador así y han llegado a resultados dispares. Sin agotar las controversias, hay estudios recientes que logran justificar los diferentes cálculos controlando la posición en el ciclo económico en el momento en el que se lleva a cabo la política expansiva.

Más específicamente, Baum *et al.* (2012) calculan los efectos de la política presupuestaria sobre la producción según el estado subyacente de la economía

en el caso de los países del G7 desde principios de la década de 1970<sup>17</sup>. Si los multiplicadores se acercan a los calculados habitualmente cuando los autores emplean un modelo lineal, estos últimos muestran por el contrario que el impacto de la política presupuestaria sobre el PIB depende en una medida significativa de la actividad económica. Los multiplicadores presupuestarios medios para los países del G7 son así significativamente más elevados (del orden de 1,3) cuando el *output gap* (la distancia entre la producción efectiva y la producción potencial) es negativo<sup>18</sup>, como indica el gráfico 3.7

GRÁFICO 3.7

## MULTIPLICADORES PRESUPUESTARIOS PARA LOS PAÍSES DEL G7



Fuente: Baum, Poplawski-Ribeiro y Weber (2012)

Es necesario recordar que la elección de diferentes instrumentos de reactivación presupuestaria sigue siendo de importancia capital para determinar la eficacia global de esta. La inversión pública es sin duda el más eficaz. Su primer efecto, bastante parecido al de un alza del consumo público,

<sup>17</sup> Su metodología se ha desarrollado inicialmente en Auerbach y Gorodnichenko (2010). Se basa en vectores autorregresivos de umbral, cuyos diferentes regímenes dependen del signo del *output gap*. Tras una reactivación o un ajuste presupuestario el régimen puede cambiar en función del nivel de esta distancia. Las tres series empleadas en el cálculo son el PIB, los ingresos netos de las Administraciones públicas (ingresos menos transferencias) y el gasto público (consumo e inversión públicas), deflacionadas por el defactor del PIB. Además, los autores retiran de las series aquellos acontecimientos que no pueden imputarse a decisiones políticas.

<sup>18</sup> No es necesario *a priori* que la economía esté en recesión para que la política presupuestaria tenga una eficacia incrementada. A partir de ahora utilizaremos los términos de economía «en expansión» o «en recesión» por comodidad.

es aumentar la demanda global. En este caso, las empresas satisfarán esta nueva demanda a los precios fijados, aumentando su demanda de trabajo, lo que tendrá efectos positivos a su vez sobre el consumo privado. Pero la inversión pública, además de aumentar la demanda, juega también un papel positivo sobre la oferta aumentando la productividad marginal de los factores. En efecto, la inversión pública entra negativamente en la determinación de los costes marginales de producción. Es la razón por la que la inflación y, por lo tanto, los tipos de interés nominales, crece menos tras una reactivación mediante inversión pública en relación con otras formas de reactivación. La moderación de los tipos de interés, cuando todo lo demás permanece inalterado, conduce *in fine* a una demanda global más duraderamente elevada mediante un efecto de evicción muy reducido.

El aumento de las transferencias públicas destinadas a los hogares limitados financieramente es también muy eficaz. Se traduce casi íntegramente en un aumento del consumo privado y por lo tanto de la producción, lo cual juega entonces positivamente sobre la demanda de trabajo y, por consiguiente, sobre los salarios, permitiendo a su vez un fortalecimiento del efecto positivo sobre el crecimiento.

Sin embargo, aunque se den las condiciones para obtener una eficacia incrementada de las políticas de reactivación presupuestaria, esta última puede resultar mucho más débil si la contrapartida de un aumento del déficit hoy es una disminución drástica mañana. Los episodios de consolidación presupuestaria extremadamente rápida en los que se han comprometido los países de la zona euro a partir de 2010 vienen entonces a poner en entredicho los efectos positivos iniciales como vamos a mostrar en el capítulo 4.



## 4

# UNA SUCESIÓN DE ERRORES POLÍTICOS Y ECONÓMICOS A PARTIR DE 2010

EL PRESTO RECONOCIMIENTO de la extensión de los riesgos tras la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008 condujo a los poderes públicos a hacer intervenciones rápidas, especialmente aumentando los déficits y bajando los tipos de interés de referencia, pero también votando rápidamente programas de recapitalización de los bancos o de aseguramiento de los pasivos. Las primeras señales de crecimiento eran incluso visibles en el otoño de 2009. ¿Qué ha pasado entonces para que la crisis haya adoptado tal envergadura hoy, especialmente en el seno de la zona euro, hasta el punto de que cuestione incluso su propia integridad? En este capítulo analizaremos sucesivamente tres errores.

En primer lugar, la voluntad de los Estados de sanear el sistema bancario ha sido muy débil, al contrario de lo que ocurrió en la crisis bancaria de Suecia y Finlandia a principios de la década de 1990. En efecto, las condiciones que se han aplicado a las intervenciones públicas han sido sin duda distintas según los países, pero en general han sido poco restrictivas y poco exigentes sobre la calidad de los balances de los bancos. El proceso de deflación de balances como telón de fondo no hará así sino alargarse.

En segundo lugar, el caso de las finanzas públicas griegas habría tenido que seguir siendo un caso específico de ese país, en lugar de contaminar al conjunto de los mercados financieros y debilitar a los bancos. El error es aquí doble, puesto que se debe, por una parte, al propio fracaso del mercado a la hora de distinguir entre riesgo de liquidez y riesgo de solvencia (con agencias de calificación que rebajan la nota a diestro y siniestro sin ninguna legitimidad científica en la calificación soberana) y, por otra, a la incapacidad de los dirigentes políticos de ponerse de acuerdo sobre la organización de una quiebra parcial griega desde principios de 2010. Entonces se desarrolló una interacción viciosa entre riesgo soberano y riesgo bancario.

En tercer lugar, los ajustes presupuestarios que hoy se instauran son demasiado rápidos. En efecto, los multiplicadores presupuestarios son más elevados cuanto más buscan desendeudarse los agentes y sufren exigencias

más importantes para endeudarse, cuanto más elevado es el paro y cuanto más se aproximan a cero los tipos de interés de referencia fijados por el banco central. Todas estas condiciones se dan para que los ajustes presupuestarios actuales perjudiquen al máximo la actividad y el empleo y para que, a pesar de todas las reducciones de déficits, la deuda pública *in fine* disminuya muy poco.

## 1. Un saneamiento demasiado timorato de los balances bancarios

Los actores públicos, cuando se enfrentan a una crisis bancaria o financiera, poseen varios niveles de acción. El primero, a escala microeconómica, vía el saneamiento de los balances, es previo a la recuperación de un crecimiento duradero gracias a una reasignación eficaz de los recursos. Es evidente que sin una gestión microeconómica eficaz de la crisis, la eficacia y la capacidad de beneficio del sector privado quedara entorpecida por mucho tiempo, lo que implica que cada vez es más necesario un apoyo por parte del sector público y, como consecuencia, una deriva de las finanzas públicas.

El segundo nivel de acción, el nivel macroeconómico, su orientación y el momento de su ejecución son factores clave para el crecimiento posterior a la crisis. La estructura del presupuesto y su carácter productivo deben ser tenidos en cuenta para asegurar una reasignación eficaz de los gastos y de los ingresos públicos, cuestiones que se abordarán en el último capítulo de este libro.

Desarrollaremos aquí el primer punto, describiendo las secuencias de resolución de la crisis, que se compararán con la gestión de crisis anteriores, especialmente con las experiencias escandinava y japonesa. Los enfoques de la crisis que han adoptado las autoridades escandinavas y japonesas han diferido en muchos aspectos. La reacción de los países escandinavos, Finlandia y Suecia, fue muy rápida. Las autoridades midieron la dimensión de la crisis con eficacia y emprendieron una política a la altura de los problemas que encontraron en el sector bancario. Por el contrario, en Japón el gobierno fue culpable de una cierta dejadez, dejándose llevar por la esperanza de una reactivación espontánea del crecimiento económico. La realidad de la situación se minimizó durante demasiado tiempo, lo que condujo a errores en la política económica y, finalmente, a un coste presupuestario claramente más abultado.

En el caso que nos ocupa, vamos a eludir en nuestro análisis el papel que haya podido jugar la política cambiaria operada por los países escandinavos, que les permitió paliar la debilidad de la demanda interior mediante la demanda exterior, ya que en el contexto actual de crisis mundial, de

mercados integrados financieramente y de tipos de cambio normalmente flexibles, es extremadamente difícil poner en marcha una política cambiaria como la que observamos en la década de 1990, si bien las discusiones en curso desde julio de 2010 en el seno del gobierno y del banco central japonés sobre los riesgos que implicaba la apreciación del yen muestran que el debate no está caduco. Ha resurgido de manera espectacular a principios de 2013 con la vuelta al poder del Partido Liberal Democrático. El primer ministro Shinzo Abe ha ordenado al Banco de Japón que eleve su norma de inflación del 1 al 2 por 100.

## **Las experiencias de gestión de la crisis bancaria en la década de 1990**

### *Los casos escandinavos*

En los países nórdicos, la brutal liberalización financiera que se produjo a finales de la década de 1980 y la falta de experiencia de los agentes financieros y de las autoridades públicas condujo a que se asumieran riesgos importantes. En Finlandia, la reacción del gobierno frente a las primeras dificultades del sistema bancario fue muy rápida. Ante los problemas con los que se encontró inicialmente el Skopbank, un gran banco comercial, el gobierno instauró un programa de reestructuración y recapitalización de la banca en octubre de 1990. Cuando la institución volvió a encontrarse en dificultades en septiembre de 1991, suscitando un riesgo de liquidez, la respuesta del gobierno estuvo a la altura del peligro. El Banco Central de Finlandia tomó inmediatamente el control del Skopbank y sus activos no rentables fueron transferidos a dos sociedades distintas.

Estas dos sociedades de gestión de activos, llamadas *bad banks*, se crearon con el fin de sanear el balance del banco y el Banco Central las capitalizó y las gestionó, lo cual permitió proseguir con las actividades de la parte sana del banco y sacar de su balance los activos no rentables.

Esta primera alerta importante fue resuelta por medios excepcionales y el gobierno decidió a partir de ese momento sistematizar y reglamentar los medios de resolución de las crisis. Un consenso político fuerte permitió tomar decisiones rápidas. En marzo de 1992 el gobierno instituyó un sistema de recapitalización de los bancos de hasta un 1,5 por 100 del PIB con el fin de evitar una situación de racionamiento del crédito. Un número importante de bancos lo suscribieron, porque la recapitalización no estipulaba condiciones *ex ante*. Sin embargo, todos los bancos recapitalizados deberían respetar a partir de ese momento determinadas condiciones de reembolso y de solvencia, sin las cuales se activaban mecanismos de sanción.

La segunda medida clave fue instaurar en abril de 1992 un Fondo de Garantía Gubernamental como una institución de gestión operativa de la

crisis. El FGG, tras la adquisición del Skopbank en junio de 1992, recapitalizó y reestructuró cuarenta y un bancos. Estos bancos se integraron en el seno de la Caja de Ahorros de Finlandia, de propiedad mayoritaria de la FGG. Este rescate se acompañó de condiciones restrictivas: menor asunción de riesgos, disminución del balance, mejora del control interno y reducción de los costes, especialmente de los salariales. Los activos de mala calidad de los bancos se transfirieron a una sociedad de gestión de activos creada y capitalizada por el FGG y el gobierno. A partir de ese momento, para regularizar el problema de la distorsión de la competencia y de la sobrecapacidad del sector bancario, la Caja de Ahorros se dividió en cuatro instituciones. Finalmente, en enero de 1993, el gobierno anunció la votación de un sistema de garantía de depósitos.

Suecia, en lo que respecta a la gestión de la crisis, muestra grandes similitudes con Finlandia. En otoño de 1991 la principal caja de ahorros sueca se enfrentó a sus primeras dificultades; el gobierno la fusionó con varias cajas de ahorro.

A continuación el tercer banco comercial, el Nordbanken, de propiedad mayoritariamente estatal, sufrió una crisis de liquidez. El gobierno procedió entonces a un incremento de capital y adquirió las acciones del banco que estaban en manos de agentes privados con el fin de convertirse en el único accionista. El banco se reestructuró y sus activos no rentables se transfirieron, según el modelo finés, a una entidad separada. Este método se le aplicó igualmente al Gota Bank, recapitalizado y dividido en dos entidades según la calidad de sus activos, con los activos «tóxicos» colocados bajo la gestión de una sociedad.

De la misma manera que en Finlandia, estas medidas de urgencia *ad hoc* se sistematizaron posteriormente con el empeoramiento de la crisis. La emergencia de un consenso político permitió una respuesta rápida y creíble. El riesgo inmediato de crisis de liquidez se contuvo gracias a un nuevo sistema de garantía de depósitos, a la posibilidad de que el Banco Central utilizara sus reservas de cambio para mejorar la liquidez bancaria y a la oferta hecha a los bancos de endeudarse en moneda nacional sin garantías con aquel.

En mayo de 1993 se fundó un organismo de gestión operativa de la crisis cuya misión era evaluar las necesidades de capital de cada banco que deseaba ser recapitalizado y decidir las medidas necesarias para su reestructuración: gestión de los riesgos, control interno, reducción de los costes, etc. Un número importante de bancos se benefició de este apoyo del gobierno.

En Suecia como en Finlandia parece evidente que el Estado ha jugado un papel muy importante en la resolución de la crisis. Después de un

primer momento donde se centró en un enfoque caso por caso, la resolución de la crisis se sistematizó e institucionalizó. Las autoridades supieron proporcionar las instituciones y procedimientos necesarios para una gestión global del problema de solvencia del sector bancario. Los organismos creados para la gestión operativa de la crisis contribuyeron a la resolución de las dificultades mediante la creación de las instituciones específicas dedicadas a la gestión de los activos no rentables.

Estas medidas permitieron una rápida vuelta a la rentabilidad del sector bancario: exigió dos años en Suecia y cuatro años en Finlandia. Los bancos, liberados de sus activos tóxicos, estuvieron rápidamente en condiciones de cumplir su función, especialmente la de facilitar la financiación global de la economía y, más precisamente, la de las inversiones.

### *El caso de Japón*

La constatación no es evidentemente la misma en el caso de Japón, donde la crisis se gestionó de manera claramente menos activa, lo que penalizó durante mucho tiempo la economía, y tuvo como resultado lo que se llamó «la década perdida». En Japón la crisis no permitió alcanzar un consenso como el que observamos en Finlandia o en Suecia. La existencia de distintas esferas de influencia, empresas, sociedades inmobiliarias, bancos y partidos políticos en el poder, tuvo como resultado un claro inmovilismo. La resolución del problema de los préstamos fallidos se retrasó y el fenómeno de la deflación de los balances continuó, a falta de medidas ambiciosas hasta provocar la liquidación ordenada de las deudas, debido a que el Estado y las instituciones financieras no procedieron a reestructurar los balances durante la primera fase de la crisis.

La crisis se desveló con los primeros problemas de los *jusen*. Estas sociedades de crédito hipotecario se encontraban en una situación delicada debido a la bajada de los precios inmobiliarios. El Estado, en un primer momento, apenas intervino. Dado su estado de insolvencia (más del 70 por 100 de sus préstamos no eran recuperables) se decidió su liquidación en 1995.

En 1994 y 1995 los problemas se acentuaron por una infracapitalización generalizada del sector bancario. El Estado entonces esperó a que los bancos fueran insolventes para suspender sus actividades. En 1996, la Housing Loan Administration Corporation (HLAC) fue finalmente declarada autoridad competente para administrar la liquidación y la recuperación de los activos de los *jusen* y de los bancos regionales que se habían cerrado.

Durante todo ese periodo, entre 1991 y 1997, el Estado apenas reaccionó, esperando un restablecimiento espontáneo de la economía, mientras

se generalizaba el problema de los bancos. La contabilidad japonesa subestimó ampliamente la extensión de los créditos de dudoso cobro con el fin de permitir a los bancos seguir en activo.

Habrían sido necesarios un plan de rescate global y una reestructuración a partir de la aparición de los primeros problemas, pero eso habría supuesto aumentar la presión fiscal sobre los contribuyentes y forjar un consenso político, algo difícil en aquel momento. Tras la propagación de la crisis asiática, desde Tailandia hasta el conjunto de Asia oriental, en el otoño de 1997, el riesgo sistémico se hizo evidente. Los bancos no habían provisionado suficientemente sus pérdidas debido a la falta de transparencia de sus balances, y cada vez más instituciones cayeron en una crisis de liquidez, incluso de insolvencia.

En 1997 tres instituciones financieras se declararon en quiebra. Las cotizaciones de las acciones bancarias cayeron y, a final de año, frente a la fragilidad del sistema bancario, las autoridades adoptaron medidas de urgencia.

En febrero de 1998, la Dieta votó un programa de recapitalización de los bancos solventes por un montante total que se estableció en el 6 por 100 del PIB y, en junio de 1998, se creó la Financial Supervisory Agency, un organismo independiente, con la misión de supervisar el conjunto del sector bancario y suplir así al Ministerio de Finanzas, al Regional Financial Bureau así como a las autoridades locales.

Debido a las dificultades en aumento del sector bancario, la Dieta adoptó un nuevo programa de rescate en octubre de 1998. Mejoraron los procedimientos disponibles para la resolución de las quiebras bancarias. La gestión de la consolidación financiera debía desde ese momento hacerse mediante gestoras financieras públicas. En última instancia, se abría la posibilidad de una nacionalización temporal: dos grandes bancos, el Long Term Credit Bank y el Nippon Credit Bank fueron entonces nacionalizados.

Las dos instituciones a cargo de la gestión de la crisis, el Resolution and Collection Bank y la Housing Loan Administration Corporation se fusionaron en la Resolution and Collection Cooperative. Este organismo era competente para tratar no solamente los activos de los bancos en quiebra sino también los préstamos fallidos de los bancos aún solventes. Finalmente el programa de ayuda se duplicó, con 60 trillones de yenes (el 12 por 100 del PIB). Estos fondos pretendían asegurar la estabilidad del sistema bancario. De esta cantidad, el 40 por 100 se destinó a la recapitalización de los bancos solventes, el 30 por 100 al coste de las liquidaciones o de las nacionalizaciones y el 30 por 100 restante a la garantía de depósitos de los bancos insolventes.

La segunda ola de recapitalizaciones tuvo mucho más éxito que la anterior. La transparencia aumentó, los bancos contrajeron a partir de ese momento la obligación de publicar un programa de reestructuración, seguido de informes trimestrales y estaban sometidos a la amenaza de sanciones. La recuperación del sector bancario fue, sin embargo, larga. La vuelta a la rentabilidad no se produjo hasta 2003.

La lección de esta experiencia es que el Estado aumentó el coste de la resolución de la crisis por actuar con retraso y no estar en posición de modificar los cimientos malsanos del sistema.

### **La gestión de la crisis financiera actual a la luz de las experiencias pasadas**

¿Hemos aprendido las lecciones de las experiencias del pasado a la hora de resolver la crisis actual? Para responder a esta pregunta, Borio, Vale y von Peter (2010) subrayan que, para que la crisis tenga el menor coste total posible, al menos deben prevalecer dos principios: por una parte, una gestión inmediata de la crisis de liquidez; por otra, la asunción de los posibles problemas de solvencia mediante el saneamiento del sector financiero<sup>1</sup>.

#### *Una intervención rápida de los poderes públicos*

El primero de estos principios consiste en un reconocimiento inmediato de la magnitud de los riesgos y en intervenciones rápidas de los poderes públicos. Los Estados, sin ninguna duda, han gestionado con enorme eficacia la crisis de liquidez, cuyas proporciones fueron pronto alarmantes. Los programas extraordinarios de inyección de liquidez han sido considerables y procedían tanto de la voluntad de los gobiernos como de los bancos centrales.

Esta respuesta ha sido incluso más rápida y más amplia que la de los países escandinavos. Como hemos dicho, Finlandia y Suecia no tenían ni las instituciones ni los conocimientos necesarios para la gestión de una crisis bancaria de esas dimensiones y en un primer momento tuvieron que adoptar soluciones *ad hoc*. La crisis se gestionó caso por caso antes de que se instituyeran instrumentos legales de mayor alcance. Por el contrario, en la situación actual, en muchos casos ya existían organismos con atribuciones suficientes para regular y supervisar los mercados: Autorité des Marchés Financiers en Francia, Securities and Exchange Commission en Estados Unidos, Financial Services Authority en Gran Bretaña, etc.

---

<sup>1</sup> Los autores destacan también la reducción de las sobrecapacidades para facilitar una vuelta a la rentabilidad del sector, algo que nosotros abordaremos más tarde.

Además, el primer riesgo sistémico, la quiebra de Lehman Brothers el 15 de septiembre de 2008, desencadenó una reacción a la altura del peligro, es decir, medidas de amplio alcance en la mayoría de las economías desarrolladas y un movimiento global frente a un riesgo y unas finanzas que se habían hecho globales. El lapso de tiempo transcurrido entre la quiebra y el voto del programa de recapitalización o de aseguramiento de los pasivos ha sido muy corto. Del mismo modo, estas decisiones se han tomado mientras que la solvencia de los bancos en su mayoría no estaba aún muy degradada, mientras que por el contrario su problema de liquidez era palpable. En los países escandinavos, los bancos estaban comparativamente en una situación mucho más delicada, con balances más degradados, cuando se sistematizaron las medidas de resolución de la crisis.

De acuerdo con este criterio, los Estados han gestionado con eficacia la crisis. Por el contrario, y se trata del punto clave, la voluntad de los gobiernos de sanear el sistema bancario parece haber estado mucho menos presente.

#### *La falta de saneamiento del sector bancario*

El riesgo de *credit crunch* parece haber tomado ventaja sobre cualquier otra consideración importante, especialmente sobre la cuestión del saneamiento del sector financiero. Este último, en efecto, ha avanzado mucho menos en el caso presente que en el de los países nórdicos. Ya lo hemos dicho antes: los programas de recapitalización han sido masivos, pero su condicionalidad mucho más cobarde que en los casos de Finlandia o Suecia en la década de 1990.

En Finlandia o en Suecia, las instituciones financieras recapitalizadas han debido atenerse a condiciones explícitas de reembolso o de solvencia. En el caso actual las condiciones que se han aplicado difieren según los países, pero, como media, han sido menos restrictivas y menos exigentes en lo que concierne a la calidad de los balances bancarios.

La gestión de los activos tóxicos parece aún menos enérgica si se toma también en cuenta que, en los países escandinavos, se crearon especialmente sociedades de gestión de activos para administrarlos, y que las instituciones recapitalizadas debieron necesariamente extraerlos de sus balances. Hoy casi ningún banco ha sacado de su balance esos activos incluso cuando, en determinados casos, el riesgo ha sido asumido mayoritariamente por el Estado debido a los sistemas de garantías de activos, como por ejemplo en Alemania y en Estados Unidos.

Mientras que en Finlandia y en Suecia la voluntad de evaluar las pérdidas fue rápida, en la crisis actual el montante de pérdidas potenciales

queda vago y es difícilmente cuantificable, lo que no deja de provocar un cierto nerviosismo ante posibles sorpresas negativas, cuando los únicos ejercicios de evaluación de las pérdidas son a día de hoy las pruebas de fortaleza (*stress tests*) que se hacen en Estados Unidos y en la zona euro. Para la zona euro habrá que esperar a la cuarta serie de pruebas para tener una imagen más fiel de los riesgos bancarios, que desarrollaremos más adelante.

Un informe reciente del Bank of International Settlements (BIS, 2012) pone de relieve que la visión agregada del desapalancamiento que ha prevalecido en los países que han experimentado las burbujas más fuertes antes de 2008 puede proporcionar una imagen demasiado esquemática. Datos más precisos en el caso de Estados Unidos sugieren en efecto que el desapalancamiento agregado no es el resultado de una depreciación de las deudas fallidas, contrariamente a lo que podríamos esperar. Este proceso se explica ante todo por una disminución del número de hogares que aumentan sus créditos hipotecarios y por una reducción importante de los nuevos préstamos hipotecarios, de lo que resulta una depresión del mercado inmobiliario estadounidense, cuyos precios llevan cayendo más de cuatro años. Pero el porcentaje de hogares que creen que probablemente no sean capaces de devolver sus préstamos hipotecarios durante los próximos años ha disminuido muy poco. Y se puede presuponer con certeza que la situación sea similar en otros países que han experimentado burbujas semejantes.

Finalmente, un último punto diferencia la política escandinava de las medidas actuales, a saber, las condiciones para lograr el rescate. Más precisamente, las condiciones independientemente de la calidad de los balances. En los países escandinavos se prestó una atención especial al tamaño de los balances. Los gobiernos deseaban una reestructuración de las sociedades financieras para permitir una vuelta rápida a la rentabilidad operativa y para reducir las distorsiones de la competencia. Las ayudas estaban a menudo condicionadas a una disminución del balance, a las reestructuraciones de determinadas actividades, a la reducción de costes. Por el contrario, en Francia, por ejemplo, el Estado ha planteado el regreso de la oferta de crédito por parte de los bancos beneficiarios de una ayuda del Estado como condición *ex ante*, es decir, se pide el aumento de sus balances.

La conclusión, y es también la de los autores, es que hoy se ha dado prioridad a recuperar la demanda agregada. Esto se ha hecho en detrimento del saneamiento del sector financiero y, por tanto, de un ajuste más favorable a largo plazo.

## 2. La extensión de la crisis griega

El problema de las finanzas públicas griegas desde finales de 2009 no ha sido correctamente evaluado por las instituciones europeas y se ha extendido a otros Estados, cuya sostenibilidad de la deuda no estaba sin embargo en cuestión. Varias debilidades de los mercados financieros contribuyeron a este proceso, siendo la primera la incapacidad de distinguir el riesgo de liquidez del riesgo de solvencia así como la existencia de las agencias de calificación carentes de toda legitimidad científica a la hora de evaluar la situación de sujetos políticos soberanos. Pero existe también un problema específico de Europa, confrontada a un triple cerrojo: la ausencia de federalismo presupuestario, la falta de reflotamiento de unos Estados por otros y la imposibilidad de la quiebra soberana. En su análisis de los episodios de crisis financiera desde el siglo XIV, Reinhart y Rogoff (2009) muestran que las principales quiebras están lo suficientemente alejadas para que cada vez los políticos y los mercados tengan la ilusión de que *this time is different*. Este síndrome alcanzó una fuerza poco común en el caso de la Unión Europea, como vamos a ver.

### Riesgo de liquidez y riesgo de solvencia

Habría que empezar por definir en qué consiste la solvencia de un agente económico: en un instante dado, un agente económico es solvente si sus activos son suficientes como para hacer frente a sus deudas. Es, por lo tanto, un concepto bastante estático. Un agente puede ser solvente y no tener liquidez, en este caso tiene suficientes activos para cubrir sus deudas pero no pueden ser vendidos rápida y fácilmente para hacer frente a sus acreedores. En este caso es necesario un reescalonamiento de la deuda. Puede ocurrir que un gobierno sea insolvente. En este caso la comunidad de los prestamistas internacionales se reúne para anular todo o parte de la deuda. Pero un gobierno no está sometido a las mismas exigencias de solvencia que un agente privado: por una parte, dispone del poder de recaudar impuestos; por otra, la duración de su vida es ilimitada o, dicho de otro modo, su limitación presupuestaria es intemporal. Es necesario entonces aprehender la noción de sostenibilidad de las finanzas públicas teniendo en cuenta la dimensión dinámica del problema: una deuda pública se juzgará sostenible si, teniendo en cuenta las previsiones de gastos e ingresos públicos, el Estado no corre peligro de encontrarse ante un problema de insolvencia o se ve confrontado con una obligación de ajuste no realista de las finanzas públicas.

Una de las características de las crisis financieras, y *a fortiori* de la crisis actual, es que el horizonte de decisión de los mercados financieros se acorta drásticamente. La sostenibilidad de las finanzas públicas de un país, que es

un concepto a largo plazo, como hemos explicado, se confunde entonces con la liquidez de las cuentas de un Estado.

### *La responsabilidad de las agencias de calificación*

La dificultad de los mercados financieros para distinguir el riesgo de liquidez del riesgo de crédito en lo que se refiere a los emisores soberanos toma toda su dimensión cuando se estudia el papel de las agencias de calificación. Estas agencias se encargan de evaluar la calidad de los créditos, medida por la probabilidad de quiebra de un agente económico que ha contraído una deuda, distinguiendo el riesgo de crédito propio del acreedor y el conjunto de riesgos vinculados a su entorno financiero (todos estos riesgos están mezclados en el precio de mercado de la deuda). Tres agencias estadounidenses han adquirido fama mundial en la calificación de empresas (Standard & Poor's, Moody's, Fitch). Controlan la calidad de la calificación haciendo *backtesting*, es decir, que se aseguran de que las empresas que quiebren sean las que tengan la mayor probabilidad de quiebra, esto es, las que tenían las notas más bajas.

Sin embargo, la aplicación de esta metodología a los emisores soberanos es imposible por muchas razones. En primer lugar, las quiebras de los Estados son escasas y ambiguas. Además, la sostenibilidad intrínseca de la deuda se evalúa sobre un horizonte infinito y depende de características políticas (la capacidad impositiva) y de condiciones macroeconómicas de largo alcance (la diferencia entre el tipo de interés real medio pagado y la tasa de crecimiento).

Para calcular un riesgo de crédito específico sería necesario una modelización teórica de la dinámica de la deuda, que hiciera aparecer los factores intrínsecos de la sostenibilidad. A continuación sería necesaria una modelización econométrica que vinculara los *spreads* de los tipos (diferencia entre los tipos de títulos de la misma madurez y postulados sin riesgo crediticio) con los factores intrínsecos de riesgo de crédito soberano para deducir de ahí la parte de los *spreads* que puede atribuirse al riesgo crediticio. Los estudios existentes sobre el tema muestran que para los países europeos la parte que se puede atribuir a los componentes del riesgo de crédito es muy inferior al nivel de los *spreads* observados. Esto quiere decir que es la presión de los mercados en lo que respecta al valor de reventa de los títulos y no la capacidad intrínseca de Italia y España de mantener sus finanzas públicas en una trayectoria sostenible a largo plazo lo que explica lo esencial de los tipos prohibitivos que pagan esos países. La perversidad de la lógica se basa en su carácter autorrealizante: en efecto, si estos tipos perduran colocarán a los países en una trayectoria insostenible.

Las agencias en ningún caso aplican la metodología teórica que hemos enunciado. Se contentan con definir criterios subjetivos heteróclitos que son extremadamente bastos y que no han evolucionado desde la década de 1920, cuando se estrenaron en la calificación soberana. Disfrazan su apreciación subjetiva de una pseudorracionalidad: indicadores multicriterios *ad hoc*, cuantificación de la opinión sobre la situación del país en relación con los criterios, ponderación subjetiva de los criterios para poner la nota. Consideremos, por ejemplo Francia y Gran Bretaña. En el momento de la intensificación de la crisis, a partir de agosto de 2011, el *spread* sobre Alemania de Francia ha subido y el *spread* británico ha bajado hasta convertirse en negativo. ¿Se debe esto a que la capacidad intrínseca de Francia para gestionar el perfil futuro de su deuda se ha deteriorado recientemente y que la de Gran Bretaña ha mejorado? ¿O más bien se debe a que Gran Bretaña tiene un prestamista en última instancia y Francia no, en cuyo caso sería el riesgo de liquidez lo que marcaría la diferencia? Esto lo cambia todo puesto que el riesgo de liquidez es endógeno y dependiente de las agencias.

Hay pues un problema fundamental de reflexividad: los Estados europeos no se han situado ante la incapacidad de hacer frente al plazo de renovación de la deuda por razones intrínsecas, sino porque los mercados se niegan a comprar los títulos de reemplazo: la crisis de liquidez depende también de la psicología de los mercados. Pero esta psicología está modelada por las agencias: la calificación se convierte en un proceso por completo procíclico y autorrealizante. El mismo fenómeno se produce en el caso de los bancos, puesto que las agencias vinculan estrechamente la calificación bancaria y la calificación soberana. Se puede concluir que las agencias no tienen ninguna legitimidad científica en la calificación soberana. Su influencia procede exclusivamente de la lógica de la formación de los precios en los mercados financieros. Estos precios no reflejan una realidad objetiva preexistente. Son el producto de las creencias de los inversores. El mercado es un proceso de coordinación de creencias que forman una convención de mercado. Las agencias se han convertido en los profetas del mercado, de los que creemos la predicción porque creemos que los otros creen aquello que enuncian. Por eso la banalización de las agencias para incitar a los inversores a formarse su propia opinión sería la mejor reforma que podríamos hacer.

## **Romper el círculo vicioso entre riesgo soberano y riesgo bancario**

### *Diferentes canales de transmisión*

El problema es la contaminación en los mercados financieros del problema soberano griego, que supuso un peso sobre los otros Estados europeos. La

urgencia de responder a este problema se debe al hecho de que las dificultades de los Estados repercuten progresivamente sobre las condiciones de financiación de los bancos, lo que hace temer una crisis del crédito que instauraría un círculo vicioso con cada vez menos crecimiento y las finanzas públicas cada vez bajo mayor presión. Los bancos griegos, irlandeses y portugueses han visto así aumentar enormemente sus primas sobre los *credit default swaps* (CDS) y descansan hoy sobre la liquidez que les ofrece el BCE. El crecimiento de los costes de financiación del sector bancario se extiende por otra parte a los bancos de otros países, aunque en una menor medida.

Diferentes canales de transmisión están operativos, a través de los cuales el riesgo soberano afecta a la financiación de los bancos (BIS, 2011):

- deterioro de los balances bancarios: las pérdidas derivadas de la posesión de títulos públicos debilitan los balances bancarios, aumentan sus riesgos y hacen que su financiación sea más costosa y difícil de obtener;
- deterioro del valor de las garantías colaterales: un riesgo soberano más alto reduce el valor de las garantías colaterales que pueden proponer los bancos para refinanciarse en el mercado al por mayor o como contrapartida de la liquidez del banco central. Las repercusiones de este canal han sido, sin embargo, limitadas considerablemente mediante las medidas adoptadas por el BCE;
- disminución de los beneficios permitidos por la garantía estatal: un riesgo soberano más elevado disminuye la bonificación en los costes de financiación de los bancos por mor de las garantías (implícitas o explícitas) del Estado;
- degradación de las calificaciones bancarias: la nota soberana arrastra en general la nota de los bancos domésticos, aumentando sus costes de refinanciación e impidiendo potencialmente su acceso al mercado.

Una de las medidas para evitar el contagio habría sido aumentar la transparencia de los balances bancarios para conocer la exposición de los distintos actores del mercado al riesgo soberano. Los test de estrés deberían asegurar ese papel. Pero hemos tenido que esperar en Europa a la cuarta serie de pruebas de este tipo para tener una visión más o menos clara de la diseminación de los riesgos. En efecto, aunque una primera impresión indica que los resultados de las terceras pruebas de fortaleza publicados a mediados de julio de 2011 eran relativamente favorables, no tenían siquiera en cuenta el posible acontecimiento de una quiebra griega y presentaban hipótesis macroeconómicas bastante optimistas. Además, el escenario adverso

incluía únicamente un aumento de los *spreads* sobre un emisor soberano, que encarecería los costes de financiación de los bancos, pero no consideraba ninguna hipótesis derivada de una quiebra soberana específica. Finalmente, ante la pregunta de si los test de estrés permitían discriminar a los bancos más sólidos para que pudieran acceder a mejores condiciones de financiación, la respuesta parecía ser negativa.

### *La mala gestión de la quiebra parcial*

La búsqueda de la recapitalización de los bancos europeos parecía ser una necesidad, incluso para los Estados, como lo sugería Christine Lagarde en el discurso que pronunció en Jackson Hole en el verano de 2011. Estos últimos deben, en efecto, ejercer su poder de coerción sobre los bancos que se juzgan frágiles. Sin embargo, ninguna recapitalización será suficiente si España e Italia no consiguen financiar su deuda ante los mercados. Sin duda, la madurez de su deuda les protege un poco, pero conviene tomar las medidas adecuadas.

El problema radica en el hecho de que, a partir de mayo de 2010, los dirigentes europeos tratan la crisis de la deuda soberana en Grecia como si fuera una crisis de liquidez cuando se trata de una crisis de solvencia. En una crisis de liquidez nos podemos interesar únicamente en el flujo de los próximos meses. En el caso de una crisis de confianza y de solvencia, lo que cuentan son los *stocks*, sobre los cuales hace falta intervenir.

La mejor forma de reducir la incertidumbre sería la organización por parte de los Estados europeos de un plan de quiebra parcial con el fin de circunscribir la crisis de la deuda soberana. Recientemente se ha adaptado una especie de plan Brady a la Unión Europea para el caso griego. Este plan permitió resolver los problemas del sobreendeudamiento público que prevalecían en América Latina durante la década de 1980, con las garantías del Tesoro estadounidense otorgadas sobre la parte residual de deuda pública de los Estados que debía reembolsarse, una vez lograda la reestructuración. En Europa ese papel podría jugarlo tal vez el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera, hoy reemplazado por el Mecanismo Europeo de Estabilidad. Esta garantía podría, por sí sola, disminuir los *spreads* de los tipos de interés sobre estos títulos públicos, sin gastar el dinero del fondo, incluso aunque sea cierto que los mercados probarán sin duda la credibilidad de una política de este tipo.

Por otra parte, un escenario así es en todo punto compatible con el mantenimiento de Grecia dentro de la zona euro y se perfila, con diferencia, como mucho menos costoso que una salida de la zona, tanto para Grecia como para el conjunto de la misma (Buitier y Rahabari, 2011).

En efecto, los costes indirectos de una salida de Grecia procederían de la ruptura del tabú según el cual los países no salen de la zona y aumentarían las presiones sobre los demás países periféricos que experimentan hoy dificultades de financiación.

Si bien las quiebras soberanas son onerosas, el análisis histórico muestra, por una parte, que las sanciones por parte de los mercados financieros no duran demasiado tiempo y además que el crecimiento se restablece más rápido. El estudio de referencia de Borensztein y Panizza (2009) ha puesto de relieve el hecho de que los países que han declarado la quiebra experimentan un acceso restringido a los mercados de capitales, una degradación inmediata de su calificación y un salto en los *spreads* de alrededor de 400 puntos básicos. La memoria es, sin embargo, relativamente corta, puesto que este efecto sólo perdura generalmente entre tres y cinco años.

Al margen de esto, los autores no encuentran una relación significativa entre el hecho de la quiebra y el ritmo de crecimiento de la producción. La contracción del PIB precedería por el contrario a la quiebra y después, a partir del trimestre posterior a la misma, la producción tendería a aumentar, ya que la quiebra trae aparejada, por definición, una reducción de las exigencias financieras y a menudo una fuerte depreciación del tipo de cambio que incrementa sensiblemente las exportaciones y reduce las importaciones, creando un potente excedente comercial, suficiente para relanzar la producción. Esto sugiere que los efectos negativos de una quiebra sobre la producción proceden más de la anticipación de la quiebra que de la quiebra misma. En definitiva, una quiebra localizada en un pequeño Estado no desestabiliza necesariamente el crecimiento, sino que por el contrario permite el reflote de la economía.

Sin duda Grecia no se beneficia en su caso del apoyo de una bajada de los tipos de cambio, pero esto no constituye una razón suficiente para explicar las razones del retraso de la organización de la quiebra griega. Dos razones principales pueden explicar el retraso en la decisión de la quiebra parcial griega. Por una parte, los costes políticos de una quiebra soberana son elevados y la probabilidad de cambiar de gobierno tras el anuncio de la quiebra aumenta mucho. Los cargos electos tienden entonces a «apostar todo» para evitarla, lo que aumenta potencialmente los costes en caso de que se produzca. Para evitar estos costes, los dirigentes se aseguran además de que exista un amplio consenso en el mercado sobre el hecho de que la decisión es inevitable y no estratégica, lo que, de nuevo, aumenta el coste económico pero disminuye el coste político, puesto que la quiebra parece desde ese momento algo inevitable.

Por otra parte, retrasar el reconocimiento de la quiebra griega ha requerido unos planes de rescate para Grecia que han consistido en una gigantesca

transferencia de las pérdidas de los acreedores privados sobre los contribuyentes europeos. La decisión por parte de los jefes de Estado y de gobierno de la zona euro de aprobar un plan de rescate de 110 millardos de euros en el verano de 2011, en favor de Grecia, que se añaden a los 109 millardos de euros del plan precedente, es en efecto mucho más cara que los 37 millardos que representa la contribución del sector privado al descuento del 50 por 100 de los títulos públicos griegos. En la medida en la que la riqueza financiera se concentra en gran medida en las manos de los más ricos, Haral Hau (2011) muestra que un plan así se traduce en «un impuesto para las fortunas» en lugar de «un impuesto sobre las fortunas». Siempre según la opinión de este autor, el elemento esencial que explica esta transferencia de riqueza radica en el peso que continúa teniendo el sector bancario en las decisiones políticas, a pesar del desastre financiero de 2007-2009. Exigir un plan que implicara al sector privado en el descuento griego a Josef Ackerman y a la International Banking Federation sería, en último término, como pedirle a la industria tabaquera que preparara los planes de salud pública.

El problema radica esencialmente en la fragmentación del poder en Europa, que impide a las autoridades públicas adoptar una posición firme en las negociaciones con los acreedores privados. En 1982, cuando Estados Unidos se enfrentaba a una crisis de deuda soberana en la que los bancos estadounidenses habían prestado a los Estados latinoamericanos, el secretario del Tesoro estadounidense, James Baker, rechazó con firmeza las exigencias de los acreedores privados acerca de su reflujo por parte de los contribuyentes estadounidenses. Esta posición, que parecía ser la de Angela Merkel, se ha revelado finalmente mucho más débil.

### 3. La sostenibilidad a largo plazo de las finanzas públicas

#### Los efectos perversos de un ajuste presupuestario demasiado rápido

En 2010, diversas señales de una vuelta al crecimiento llevaron a numerosos economistas a recomendar una reducción de los déficits para hacer frente a la escalada del endeudamiento público (Blanchard y Cottarelli, 2010). Sin embargo, a partir de 2011 y sobre todo a partir de 2012, otros autores evocan la posibilidad de que las consolidaciones presupuestarias sean autodestructivas (Denes *et al.*, 2012) o al menos se preguntan si las políticas de austeridad no van demasiado rápido (FMI, 2012)<sup>2</sup>. Esta idea se ha desarrollado en diferentes artículos, sobre todo empíricos, que señalan los efectos negativos sobre el crecimiento de episodios similares (Gujardo

---

<sup>2</sup> Paul Krugman (2010) ha sido uno de los primeros en formular este tipo de dudas. Otros autores han formalizado después sus argumentos, como los indica el debate abierto por G. Corsetti (2012).

*et al.*, 2010, 2011; Cafiso y Cellini, 2012). La finalización precoz de las políticas de apoyo a la actividad en 1937 en Estados Unidos, que contribuyó a la remontada del paro y a una nueva contracción de la producción, es un ejemplo famoso. La cuestión de los efectos de un ajuste presupuestario rápido está hoy especialmente presente en el caso de la zona euro, en la que los países miembros se plantean el objetivo de regresar a un déficit público inferior al 3 por 100 en un plazo de dos o tres años. Vamos a presentar entonces los principales resultados empíricos de esta literatura, así como los mecanismos que operan, según los tipos de ajuste estudiados, a partir de simulaciones realizadas con el modelo de equilibrio general MARS (modelo de expectativas racionales estocásticas) desarrollado para la zona euro (véase más abajo el recuadro 4.1).

### **El error de 1937 en Estados Unidos**

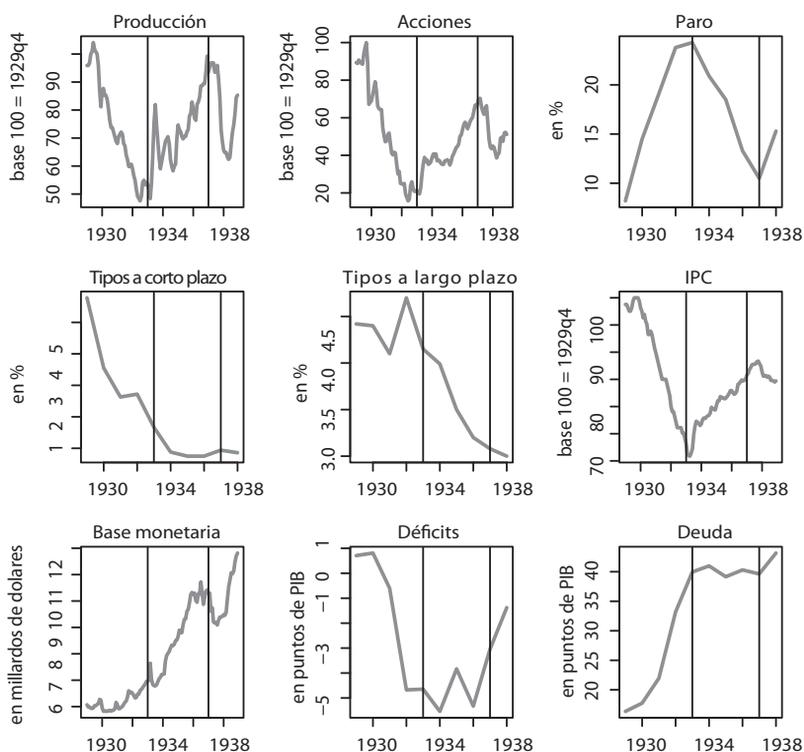
Estudios recientes, aunque anteriores a la crisis actual, que han releído con una nueva matriz de análisis el final de la Gran Depresión en Estados Unidos iluminan indirectamente la situación actual. Es evidente que la recuperación estadounidense de 1933 se debe, por una parte, a un fuerte cambio en las expectativas, como consecuencia de las medidas adoptadas por F. D. Roosevelt, que cuestionaba los dogmas económicos de la época. En efecto, sobre el plano monetario, el nuevo presidente estadounidense abolió el régimen del patrón oro y anunció explícitamente un objetivo de inflación que permitiera la vuelta al nivel de los precios anterior a 1929<sup>3</sup>. Por el lado presupuestario, Roosevelt aumentó los gastos y el déficit público, lo que hizo creíbles sus objetivos. De ahí resultó una bajada sustancial de los tipos de interés reales *ex ante* debido a una estabilización y después a un nuevo aumento progresivo del nivel de los precios y de la producción. Un cambio de régimen así explicaría, según argumenta Eggertson (2008), entre el 70 y el 80 por 100 de la recuperación de la producción y de los precios entre 1933 y 1937 (gráfico 4.1).

---

<sup>3</sup> Roosevelt declaró a *The Wall Street Journal* el 1 de mayo de 1933: «Nuestro primer objetivo es asegurar un aumento del nivel general de los precios. Con este fin emprenderemos acciones simultáneas en los planos económico y monetario» (citado por Eggertson y Pugsley, 2006).

GRÁFICO 4.1

EVOLUCIÓN DE LAS VARIABLES REALES Y NOMINALES EN ESTADOS UNIDOS DURANTE LA GRAN DEPRESIÓN



La primera línea vertical marca la llegada de Roosevelt a la presidencia de Estados Unidos en marzo de 1933, la segunda el inicio del año 1937.

Fuente: Société des Nations, Bordo *et al.* (2000), FRED.

Sin embargo, Estados Unidos sufrió una nueva recesión a partir de 1937 (entre mayo de 1937 y junio de 1938) el PIB se contrajo un 9 por 100 y la producción industrial un 32 por 100, que se puede imputar principalmente a errores de política económica (Eggertson y Pugsley, 2006). Según la argumentación de estos autores, el «error de 1937» sería también la finalización prematura de las medidas adoptadas a la llegada de Roosevelt al poder, o al menos a una mala comunicación de las decisiones que iba a tomar el gobierno, sobre todo en lo que respecta a los objetivos de inflación. Las señales indicaban que la depresión estaba finalmente superada: los tipos de interés, que habían estado próximos a cero durante varios años, iban a aumentar; surgían inquietudes ante una futura inflación excesiva, sobre todo por parte de aquellos que contemplaban la expansión de la base

monetaria de los años anteriores (véase el gráfico 4.1)<sup>4</sup>. A partir de febrero de 1937, el presidente de la Fed, Eccles, consideró que los tipos de referencia eran excesivamente débiles y sugirió incrementar las reservas con el fin de aumentar explícitamente los tipos a largo plazo. Eccles exigió acto seguido al Tesoro estadounidense que combatiera una inflación «excesiva» equilibrando el saldo presupuestario público<sup>5</sup>. Y en último lugar Roosevelt declaró el 2 de abril de 1937: «Estoy preocupado, todos lo estamos, por el aumento de los precios de determinados productos», incluso cuando el nivel de los precios seguía aún muy por debajo de los de 1929.

El error de 1937 residió en este combate prematuro. Al abandonar su política de inflación, el Estado provocó el aumento de los tipos de interés reales. El final de la depresión de 1937-1938 se produce de acuerdo con esta hipótesis, cuando el gobierno de Roosevelt decidió poner en marcha de nuevo una política inflacionista.

Sin embargo, es delicado aplicar a la zona euro exactamente las mismas recomendaciones que prevalecían en la época para Estados Unidos, en la medida en que hoy la deflación es mucho menos importante. Pero no hace falta tener una deflación tan considerable como la de la década de 1930 para obtener estos resultados, pues incluso con precios muy rígidos, la espiral de contracción atraviesa sobre todo la producción.

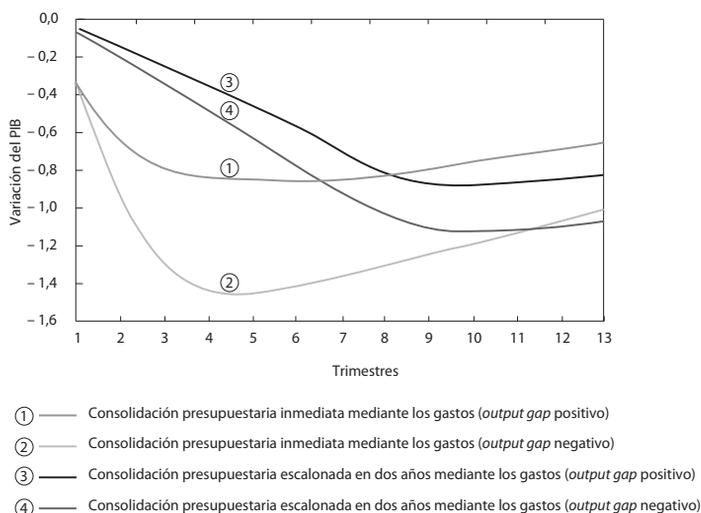
### *Los multiplicadores presupuestarios más importantes en una recesión*

Se deduce del análisis practicado en el capítulo 3 que los multiplicadores presupuestarios son tanto más elevados cuanto más los agentes intentan desendeudarse y sufren exigencias más importantes para endeudarse, cuanto más alto es el paro y cuando los tipos de interés de referencia que fija el banco central están cerca de cero. La implicación en términos de política económica deja así traslucir costes vinculados a los ajustes presupuestarios más significativos. Al final del estudio empírico de Baum *et al.* (2012), realizado a partir de los gastos de los países del G7, se incluye un orden de magnitud: cuando el *output gap* es inicialmente negativo, la consolidación presupuestaria tendrá un impacto a corto plazo sobre el PIB mucho más fuerte que un ajuste más gradual, como se muestra en el gráfico 4.2.

<sup>4</sup> Los autores subrayan en su introducción que esta situación no debería resultarle extraña al público japonés en 2006. Sin duda estarían de acuerdo en dirigirse ahora en 2011 a un público bastante más amplio.

<sup>5</sup> Para ver otros ejemplos de comunicaciones a favor de una lucha contra la inflación véase Eggertsson y Pugsley (2006), p. 25.

GRÁFICO 4.2  
 IMPACTO ACUMULADO SOBRE EL PIB DE UN PUNTO DE  
 CONSOLIDACIÓN PRESUPUESTARIA



Fuente: Baum, Poplawski-Ribeiro y Weber (2012).

Nota: El *output gap* designa la diferencia entre la producción efectiva y la producción potencial.

Estos resultados deben sin embargo analizarse con precaución. Nosotros hemos escogido confrontarlos con simulaciones realizadas para la zona euro a partir del modelo MARS (recuadro 4.1 y Brand, 2012). Incluso si este tipo de modelo presenta límites, tiene la ventaja de permitir evaluar los efectos de las políticas de consolidación variando la velocidad y la composición del ajuste.

#### RECUADRO 4.1

##### EL MODELO MARS EMPLEADO PARA LAS SIMULACIONES DE AJUSTE PRESUPUESTARIO

Empleamos aquí una herramienta de simulación macroeconómica del tipo DSGE (*dynamic stochastic general equilibrium*). El uso de este tipo de modelo se ha extendido en los bancos centrales a lo largo de la última década para simular el impacto de una modificación de los tipos de interés de referencia. Más recientemente, estos modelos se han enriquecido para estudiar las interacciones entre políticas monetarias y presupuestarias. Se

ha vuelto así posible examinar el impacto de una reforma fiscal sobre el consumo, la inversión, los sueldos, el paro, el déficit corriente, etc.

El modelo MARS (modelo de expectativas racionales estocásticas) se calibra sobre el conjunto de la zona euro, considerada como una economía abierta dotada de una política presupuestaria media. Incluye ocho instrumentos presupuestarios diferentes: consumo público, inversión pública, impuesto sobre los beneficios del capital, impuesto sobre el consumo, cotizaciones sociales (empleados y patronos), transferencias totales y transferencias finalistas a los hogares con menos recursos financieros.

Con la ayuda de uno de estos ocho instrumentos, simulamos una reactivación del 1 por 100 del PIB, seguida por la aplicación de una consolidación presupuestaria al cabo de más o menos dos años. Este ejercicio rinde cuentas de manera estilizada de lo que ha ocurrido a partir de 2008 en la zona euro.

El modelo está de tal forma calibrado que la velocidad de consolidación presupuestaria se corresponde a la fijada en el *fiscal compact*: los gastos deben disminuir y los ingresos aumentar con el fin de reabsorber la distancia entre la deuda pública efectiva y los objetivos fijados de deuda pública (un 60 por 100 del PIB) a un ritmo de una veinteaava parte por año.

Durante el último episodio de consolidación presupuestaria en la zona euro, entre 1997 y 2001, el 80 por 100 de la mejora del saldo primario pasaba por una disminución de los gastos y, por lo tanto, un 20 por 100 por un aumento de los ingresos. Conservamos esta división en la calibración del modelo. La cuestión es entonces evaluar el impacto sobre el PIB de la zona euro de una modificación de la velocidad de consolidación y de la composición del ajuste.

Según las simulaciones del modelo, un ajuste presupuestario rápido puede ser beneficioso a corto plazo en algunos casos según el gráfico 4.3 (cuando el ajuste es precedido de una reactivación mediante el consumo público, la inversión pública o transferencias finalistas). El banco central en efecto anticipa una inflación negativa a medio plazo provocada por el descenso del gasto público y de la actividad y, por lo tanto, ajusta a la baja los tipos de interés. Esta bajada de los tipos de interés estimula el consumo y la inversión a corto plazo. Por el contrario, un ajuste rápido tiene efectos perversos sobre el crecimiento a medio plazo, sea cual sea el tipo de reactivación, por mor de un descenso de la demanda global que pesa sobre el mercado de trabajo, lo que comprime los salarios y el consumo de los hogares. Estos efectos perversos que las simulaciones del modelo dejan ver confirman de esta forma los cálculos empíricos de Baum *et al.* (2012).

El elemento nuevo es que el impacto negativo sobre la producción de una aceleración de las consolidaciones presupuestarias puede atenuarse, de nuevo sea cual sea el tipo de reactivación, si la consolidación se produce por encima de la media mediante un incremento de los ingresos. Dicho de otra manera, para una misma velocidad de ajuste global, los costes suplementarios de un incremento más rápido de los impuestos son inferiores a las ganancias de una disminución más lenta de los gastos. Además, la composición del ajuste juega un papel mucho menos determinante sobre el crecimiento cuando el ajuste presupuestario es gradual<sup>6</sup>.

Por otra parte, una consolidación presupuestaria que requiera una reducción del gasto público puede conllevar a corto plazo una deuda pública, expresada en porcentaje del PIB, superior al valor previo al ajuste y ello con una duración de aproximadamente dos años<sup>7</sup>. El aumento del ratio se debe esencialmente a la disminución de la base imponible y, por lo tanto, de los ingresos del Estado que actúa positivamente sobre el numerador, y al crecimiento negativo de la producción que reduce el denominador (recuadro 4.2). El estudio empírico de Cafiso y Cellini (2012) corrobora estos resultados<sup>8</sup>. Estos autores muestran que para los países de la zona euro, los ajustes presupuestarios se asocian probablemente más a un incremento del ratio acumulado de deuda pública como porcentaje del PIB durante los dos años que siguen a una política de este tipo.

---

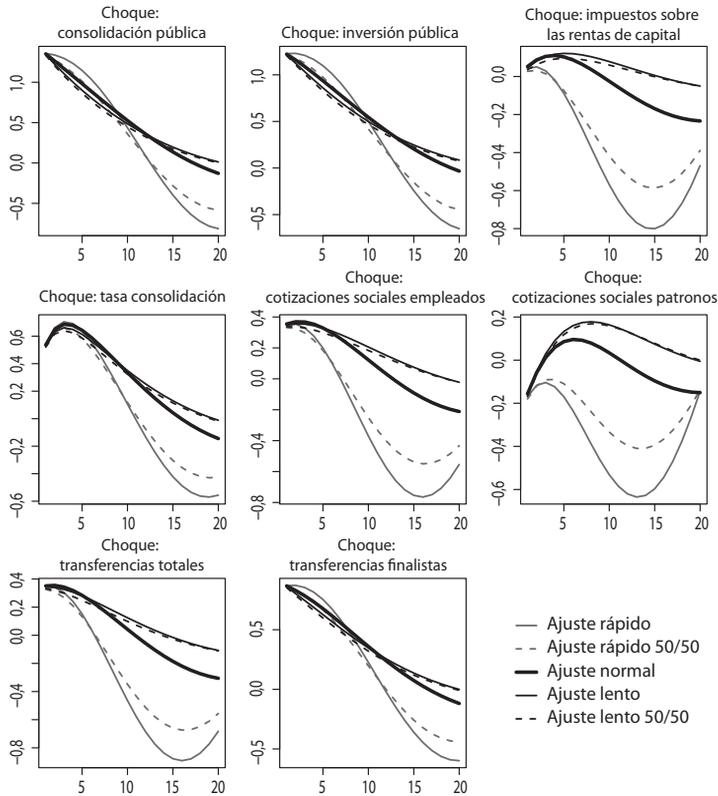
<sup>6</sup> Contrariamente a lo que afirman Alesina y Giavazzi (2012) la composición de los ajustes presupuestarios no es pues determinante por sí misma. No es determinante hasta que los Estados se embarcan en políticas rápidas de consolidación.

<sup>7</sup> Nos limitamos aquí a los instrumentos presupuestarios que tienen el impacto máximo sobre la producción (consumo público, inversión pública y transferencias finalistas dirigidas a los hogares con menos recursos financieros). Como recoge el recuadro 4.1, las consolidaciones presupuestarias en la zona euro implican mayoritariamente este tipo de gastos. Una consolidación mediante los ingresos tiene un efecto a corto plazo sobre la deuda pública mucho más débil. Para consultar un estudio sobre las consolidaciones mediante otros instrumentos presupuestarios, véase Brand (2012).

<sup>8</sup> Este artículo emplea la base de Devries, Guajardo, Leigh y Pescatori (2011), identificando los impactos presupuestarios según el enfoque narrativo de Romer y Romer (2010).

GRÁFICO 4.3

CRECIMIENTO DE LA PRODUCCIÓN EN FUNCIÓN DE LA VELOCIDAD Y DE LA COMPOSICIÓN DEL AJUSTE PRESUPUESTARIO



Nota: Cada gráfico indica por orden la tasa de crecimiento de la producción en relación a la producción de equilibrio, expresado en puntos porcentuales, tras un choque sobre uno de los instrumentos presupuestarios del modelo, en función de la velocidad y de la composición del ajuste presupuestario. El ajuste normal significa que una veintea parte de la desviación de la deuda en relación con el equilibrio se reabsorbe en un año y que el 80 por 100 de la mejora del saldo primario pasa por una disminución del gasto público. El ajuste rápido significa una reabsorción de la desviación de la deuda en relación al equilibrio de una décima parte por año. El ajuste lento de una cuadragésima parte. El ajuste 50/50 significa una mejora del saldo primario tanto mediante los ingresos como mediante los gastos. El eje de abscisas señala el tiempo en trimestres a partir del choque. El choque representa el 1 por 100 de la producción de equilibrio.

Fuente: simulación del Centre d'Analyse Stratégique y Brand (2012)

RECUADRO 4.2

LOS EFECTOS PERVERSOS DE UNA CONTRACCIÓN DEL  
GASTO PÚBLICO A CORTO PLAZO

A partir del modelo MARS se simula una disminución de uno de los tipos de gasto público de un punto porcentual de la producción de equilibrio<sup>9</sup>. Esto implica en los dos primeros años, manteniéndose las demás cosas igual, un aumento de la deuda pública (medida como porcentaje de la producción efectiva). Para comprender este mecanismo hay que retomar la restricción presupuestaria del Estado. En el momento de la consolidación sólo cambia el consumo público, entre todos los instrumentos presupuestarios, lo cual tiene por efecto una disminución inmediata de la producción. Si anotamos:

$$\Delta y_t = \mu \Delta g_t,$$

donde  $y_t$  es la producción,  $g_t$  el gasto público y  $\Delta$  el operador de diferencia, el multiplicador instantáneo  $\mu$  es igual a 1,38. Si los distintos tipos impositivos no se modifican en el momento del choque, las bases imponibles por el contrario sí disminuyen. Si anotamos:

$$\Delta rev_t = \tau \Delta y_t,$$

donde  $\Delta rev_t$  corresponde a menos ingresos para el Estado y  $\tau$  a la elasticidad de los ingresos ante la disminución de la producción, elasticidad igual a 0,32.

Al definir la variación del saldo primario  $\Delta sp_t = \Delta rev_t - \Delta g_t$  se deduce a partir de las dos ecuaciones anteriores:

$$\Delta sp_t = - (1 - \mu\tau) \Delta g_t$$

Así, una disminución de un euro del consumo público mejora el saldo primario solamente en 56 céntimos en el momento del ajuste.

Para aprehender la dinámica global de la deuda pública en el momento de la consolidación, hay que restar del saldo primario el servicio de la deuda pública, compuesto del reembolso del capital prestado en el periodo precedente así como del pago de los intereses devengados por la misma. La diferencia entre el coste del servicio de la deuda antes y después de la consolidación se debe a la inflación y al crecimiento (el tipo de interés nominal, que determina los intereses, es el del periodo precedente). Como la inflación y el crecimiento disminuyen, los intereses sobre la deuda pública necesariamente se incrementan, acentuando así la degradación del saldo total con relación al saldo primario. El reembolso del capital es por

<sup>9</sup> Para facilitar la exposición consideramos únicamente el consumo público. Los resultados son similares para una consolidación mediante la inversión pública o mediante las transferencias destinadas a los hogares con menos recursos financieros.

otra parte más costoso por el hecho del crecimiento negativo de la producción y de la inflación después de la consolidación. *In fine*, la disminución del volumen de deuda pública está más que compensada por el de la producción y el ratio deuda/PIB aumenta.

Los efectos de una consolidación presupuestaria a corto plazo pueden reforzarse también a medio plazo, como subrayan DeLong y Summers (2012). Esta idea se contrapone al mecanismo según el cual una reducción del déficit público permite una disminución de los tipos de interés sobre la deuda y hace algo más que compensar los efectos negativos a corto plazo. Según los autores, un razonamiento así no puede prevalecer en el contexto actual de paro muy elevado y de subutilización global de las capacidades de producción en el seno de la mayoría de los países. En efecto, en el cálculo costes/beneficios de la consolidación, estos últimos añaden un elemento que es la histéresis del paro, según el cual un periodo prolongado de tasa de paro elevada, incluso aunque sea coyuntural, entorpece indefectiblemente el crecimiento potencial a medio plazo. De esto resulta que, incluso con un parámetro de histéresis débil, los tipos de interés sobre la deuda deben ser muy altos para justificar una consolidación presupuestaria muy rápida. Y de aquí se sigue que el objetivo del desendeudamiento público no puede plantearse sino a muy largo plazo.

### *El papel de los tipos de cambio*

Una condición para disminuir los efectos negativos de una reducción de los déficits públicos depende del tipo de cambio si se deprecia, o de la expansión en el extranjero si los países no amenazados por el desafío de los mercados mantienen políticas expansivas que sostienen la demanda externa para sus socios en dificultades.

Podemos demostrar que una política de depreciación del tipo de cambio real en los países de la zona euro sometidos a las más potentes constricciones presupuestarias es hoy legítima.

Desde la creación de la unión monetaria europea las paridades nominales están fijadas en el interior de la zona, pero los tipos de cambio reales continúan evolucionando según las diferencias de inflación entre los países. En especial, los países periféricos de la zona (Grecia, Irlanda, Portugal, España) han experimentado una apreciación de su tipo de cambio real porque su inflación es más fuerte.

Coudert, Couharde y Mignon (2012) han demostrado que la subida más pronunciada de los precios en estos países no depende casi de la evolución de sus fundamentos económicos (alza de la productividad del trabajo

o de la posición exterior neta). En este caso, la apreciación real lleva consigo pérdidas de competitividad y contribuye a los déficits exteriores. Así, los resultados de estos autores subrayan que los países periféricos sufren una sobrevaloración creciente de sus tipos de cambio real a partir de la mitad de la década de 2000 y que su apreciación real no se debe a una mejora de sus fundamentos.

Si la moderación salarial y las consolidaciones presupuestarias se movilizaran hoy en estos países, no pueden constituir los únicos factores para facilitar la depreciación de los tipos de cambio reales. Al menos se pueden emplear dos instrumentos más para limitar los efectos recesivos de estas medidas. Por una parte, los países centrales, que en el pasado efectuaron una potente deflación competitiva, como por ejemplo Alemania como consecuencia de la adopción de las leyes Hartz, podrían aceptar temporalmente una subida más rápida de los salarios. Por otra parte, la demanda de los bienes importados desde los países periféricos debería mantenerse, lo cual dependerá principalmente del mantenimiento de una demanda global más importante en los países centrales, con consolidaciones presupuestarias diferidas. En efecto, la coordinación de los planes de reactivación presupuestaria en 2008 ha demostrado que su efecto multiplicador podría aumentar mucho. Igualmente hoy, las consolidaciones presupuestarias diferidas entre los países de la zona euro, según la presión de sus constricciones de financiación, pueden permitir un reajuste de sus economías que atenúe el impacto negativo sobre el mercado de trabajo.

### **Diferentes factores de reducción de la deuda pública**

Nos proponemos aquí retomar la definición original de la evolución de la deuda pública para así extraer sus implicaciones y especialmente para comprender con mayor precisión qué es una deuda pública sostenible. Recordemos que el criterio de sostenibilidad no permite definir un nivel objetivo de deuda máxima que correspondería al nivel de deuda sostenible sea cual sea el periodo considerado. El criterio de Maastricht, el 60 por 100 del PIB, no es pues el nivel objetivo, el cual depende en realidad la situación económica y financiera actual y futura. Dicho con mayor precisión, el criterio de sostenibilidad de la deuda está en función del crecimiento del PIB a largo plazo y del tipo de interés en idéntico marco temporal (recuadro 4.3). Estas medidas no pueden ser sino hipotéticas y son tanto menos conocidas con certeza en cuanto que la crisis, por un lado, y las políticas presupuestaria y monetaria, por otro, pueden modificarlas. Esta incertidumbre debería animar a los responsables políticos a implicarse en programas de consolidación, no para tres años, como se ha hecho en la zona euro, sino con un horizonte más amplio.

RECUADRO 4.3

LA DINÁMICA DE LA DEUDA PÚBLICA

El equilibrio contable anual de los presupuestos del Estado se anota omitiendo el índice corriente  $t$  en la escritura de las magnitudes:

$$H - T + iF_{-1} = \Delta D + \Delta M,$$

donde  $H$  es la suma del gasto público,  $T$  es la suma de los ingresos,  $D$  es el volumen de obligaciones del Estado y  $\Delta D$  el flujo neto anual,  $\Delta M$  es la creación monetaria directa que financia una parte del déficit. El elemento de la izquierda de la ecuación es el déficit presupuestario, el elemento de la derecha su financiación. Se puede expresar esta ecuación contable como porcentaje del PIB nominal:

$$h - \tau + (i - \pi - g)d_{-1} = \Delta d + \Delta m + (\pi + g)m_{-1}$$

El elemento de la izquierda es el déficit total anual expresado como porcentaje del PIB. Se financia mediante la nueva emisión de bonos del Estado ( $\Delta d$ ), la creación monetaria en contrapartida del crédito directo del banco central al Estado y el señoreaje ( $(\pi + g)m_{-1}$ ).

Llamamos déficit primario  $b$  al flujo neto que no depende del mercado de capitales, o sea:

$$b = h - \tau - \Delta m - (\pi + g)m_{-1}$$

Se define el tipo de interés real *ex post* ajustado del crecimiento:

$$\rho = i - \pi - g$$

La dinámica de la deuda es la ecuación en diferencias:

$$b + \rho d_{-1} = \Delta d$$

Reintroducimos aquí el índice temporal y resolvemos la ecuación en diferencias mediante iteración:

$$d_t = E_t \delta_{t,n} d_{t+n} - E_t \sum_{j=1}^{j=n} \delta_{t,j} b_{t+j}$$

donde el factor de actualización a  $n$  periodos futuros es:

$$\delta_{t,n} = \prod_{s=1}^{s=n} (1 + \rho_{t+s})^{-1}$$

El valor actualizado de la deuda en  $t$  es pues igual a la esperanza matemática del valor actualizado de la deuda en  $t+n$ , disminuido por la esperanza matemática del valor actualizado de los déficits primarios futuros de  $t$  hasta  $t+n$ .

Se deduce de aquí la condición de sostenibilidad haciendo tender el horizonte de la deuda hasta el infinito. La deuda es sostenible si no hay una especulación a la Ponzi mediante la capitalización de los intereses, es decir, si la expectativa del valor actualizado de la deuda tiende a 0 cuando el horizonte se aleja indefinidamente. Esta condición se escribe así:

$$\lim_{n \rightarrow \infty} E_t \delta_{t+n} d_{t+n} = 0$$

Es la condición de transversalidad. Significa sencillamente que el ratio deuda/PIB es una variable que debe obedecer a un proceso estacionario para que las finanzas públicas sigan siendo solventes. No implica ningún valor máximo predeterminado que deba respetar la deuda a largo plazo. El valor de esta en  $t$  es el siguiente:

$$d^* = -\lim_{n \rightarrow \infty} E_t \sum_{j=1}^{j=n} \delta_{t+j} j b_{t+j}$$

El valor actual de la deuda sostenible es la suma actualizada de los excedentes primarios futuros anticipados que la financian. Cuanto más débil es el factor de actualización, cuanto más elevado es, por lo tanto, el tipo de actualización ( $r-g$ ), menos cuentan los excedentes futuros lejanos en el valor de la deuda sostenible. La restricción de sostenibilidad implica en este caso una política de consolidación presupuestaria inmediata. Si ( $r-g$ ) es débil ocurre lo contrario. En última instancia, en las condiciones de la «regla de oro» ( $r = g$ ) tendríamos  $\delta=1$ . Todos los excedentes futuros son equivalente puesto que la tasa de actualización es cero. La política de consolidación presupuestaria puede alargarse hasta el infinito.

Cuando  $r < g$  la condición de sostenibilidad desaparece. En efecto, el crecimiento de la economía engendra automáticamente ingresos fiscales superiores al pago de los intereses de la deuda. La deuda puede permanecer estable en una parte del PIB con déficits primarios permanentes.

La condición teórica de sostenibilidad tiene en cuenta la eternidad del Estado. No obstante, los países democráticos están sometidos al ciclo electoral. Por eso los gobiernos buscan una credibilidad vinculada a los tiempos de la política no a los de la soberanía del Estado. Como podemos ver actualmente en Europa, quieren hoy, en el momento  $t$ , apuntar a una deuda sostenible en  $t+n$ . Así los gobiernos europeos tienen la presunción de fijar  $t+n = 2013$  sabiendo que  $t = 2010$ . La cuestión que se plantea entonces es la siguiente: ¿qué esfuerzo presupuestario se requiere bajo la forma de una restricción del gasto o de un incremento de la presión fiscal (para la pregunta que planteamos son equivalentes) para que la deuda sea sostenible en  $t+n$ ?

Para definir las políticas de consolidación, los gobiernos tienen explícita o implícitamente un objetivo  $d_{t+n}^*$  en el horizonte a medio plazo del plan de consolidación presupuestaria. Teniendo en cuenta este objetivo, la condición de sostenibilidad se escribe:

$$d_t - E_t \delta_{t+n} d_{t+n}^* = -E_t \sum_{j=1}^{j=n} \delta_{t,j} b_{t+j}$$

El elemento de la izquierda es la variación que desea el poder político que tenga la deuda actualizada. El de la derecha es el flujo actualizado de los saldos primarios que la financian. La sostenibilidad es la igualdad de los dos elementos de la ecuación.

El valor actual de la deuda sostenible es la suma actualizada de los excedentes primarios futuros anticipados que la financian. La reducción del déficit primario que hemos estudiado anteriormente surge como un factor entre otros en las estrategias de desendeudamiento. El factor de actualización tiene desde este momento una importancia crucial. Será tanto más bajo y, por lo tanto, la deuda será tanto más sostenible, cuanto más bajos sean los tipos de interés reales y cuanto más alta sea la tasa de crecimiento del PIB. Estos últimos factores han jugado un papel importante en episodios históricos de reducción de la deuda pública y pueden integrarse ventajosamente en las estrategias actuales de desendeudamiento público.

Los fuertes incrementos de la deuda pública a los que asistimos hoy han tenido ya lugar en el pasado, como lo indica el gráfico 4.4. Han sido consecuencia de guerras, pero también de crisis bancarias y financieras que históricamente ponían en tensión a las finanzas públicas, es decir, producían crisis de deuda pública (Reinhart y Rogoff, 2011).

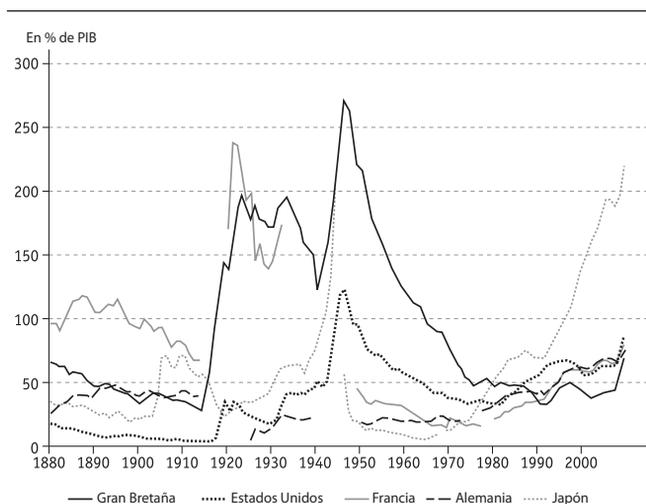
A partir del análisis de los episodios de reducción de deuda pública sobre una muestra inicial que cubría ciento setenta y cuatro países a partir de finales del siglo XIX, Abbas *et al.* (2010) calcularon el peso de los diferentes factores de reducción de la deuda pública en función de las zonas geográficas y de tramos de tiempo más cortos. Tomando el caso de una disminución media de la deuda pública de 37 puntos de PIB, alrededor de la mitad se puede achacar a la mejora del excedente primario y la otra mitad a una diferencia favorable entre la tasa de crecimiento y los tipos de interés efectivos sobre la deuda<sup>10</sup>. Una desagregación adicional señala que la tasa de crecimiento se acercaba al doble del tipo de interés efectivo. Estos resultados son aún más claros si observamos la tasa de crecimiento

<sup>10</sup> Al restringir la muestra sólo a países europeos, los autores muestran que, aunque la extensión media de la reducción es idéntica, la diferencia favorable entre crecimiento y tipos de interés respondía sólo, por el contrario, a un tercio de ella.

sobre el periodo 1945-1970. Confirman lo que establecieron ya Reinhart y Sbrancia (2011), para quienes la «represión financiera» ha permitido, en el curso de este último periodo, una «liquidación» de la deuda pública en proporciones sustanciales en el seno de los países industrializados, algo que examinaremos más adelante.

GRÁFICO 4.4A

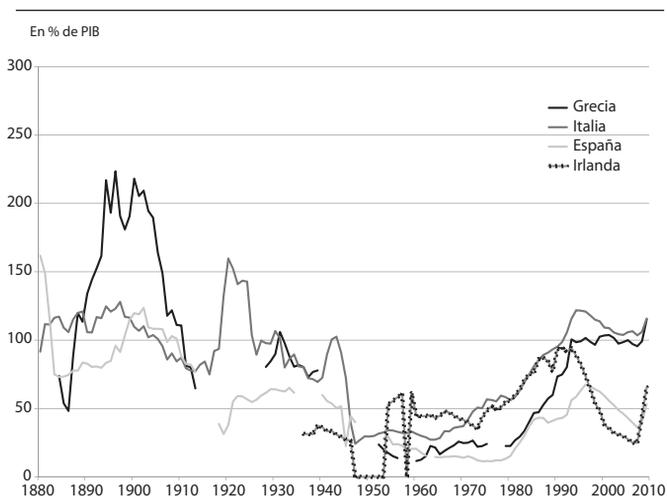
## DEUDA PÚBLICA DURANTE EL PERÍODO 1880-2011, EN % DEL PIB



Fuente: Abbas *et al.* (2010)

GRÁFICO 4.4B

## DEUDA PÚBLICA DURANTE EL PERÍODO 1880-2011, EN % DEL PIB



Fuente: Abbas *et al.* (2010)

### *Una regulación pública de los tipos de interés reales*

El término «represión financiera» que emplean Reinhart y Sbrancia (2011) puede entenderse como el opuesto al movimiento de liberalización financiera de finales de la década de 1970. Para los autores, un proceso así designa, con mayor exactitud, una orientación del ahorro privado por los poderes públicos (para pactar préstamos directos a los Estados, por ejemplo); un techo implícito o explícito sobre los tipos de interés; una limitación de los movimientos de capitales; ratios prudentes que privilegien los títulos públicos y eventualmente la nacionalización de los bancos.

Entre los años 1945 y 1980, estos distintos factores han permitido también a Estados Unidos tener tipos de interés reales negativos sobre la deuda pública durante más de la mitad de este periodo (Reinhart y Sbrancia, 2011). El acuerdo emblemático que ha permitido estas condiciones de financiación se produjo entre la Fed y el Tesoro estadounidense a partir de abril de 1942, después de la entrada de Estados Unidos en la guerra. En ese acuerdo, la Fed se comprometió públicamente a mantener los tipos de interés sobre los títulos a corto plazo de deuda pública entre un 3 y un 8 por 100. En la práctica estableció *de facto* un techo para los tipos a largo plazo sobre la deuda de un 2,5 por 100. Al salir de la guerra, el objetivo prioritario era prevenir una nueva Gran Depresión y el aumento del paro, pero cuando las tensiones inflacionistas se manifestaron, especialmente debido a los preparativos de la Guerra de Corea, el final del acuerdo Fed-Tesoro en marzo de 1951 liberó al banco central estadounidense de esta obligación. Parece que hoy vuelve a producirse la gestión por parte de la Fed de la deuda pública estadounidense y que los bonos del Tesoro representan de nuevo una parte sustancial de sus activos<sup>11</sup>. Si añadimos a esto la recuperación del balance de los organismos parapúblicos de crédito hipotecario Freddie Mac y Fannie Mae, la casi totalidad de los activos de la Fed se compone de títulos públicos en sentido amplio (gráfico 3.3).

A la luz de este modelo, una gestión similar del Banco Central Europeo (BCE) resulta muy residual (gráfico 3.3). Sin duda, el que la Fed detente la propiedad de la mayor parte de la deuda pública estadounidense no es en sí una panacea. El enorme incremento de la moneda central, como contrapartida de la compra de títulos, alimenta esencialmente las reservas de los bancos ante la Fed (que pasaron de alrededor de 100 millardos de dólares en agosto de 2008 a más de 1.600 millardos en julio de 2012) sin que se pueda

---

<sup>11</sup> La deuda pública estadounidense total ha pasado de 10 billones de dólares en julio de 2008 a 15,6 billones en el primer trimestre de 2012. En el mismo periodo, la suma de los bonos del tesoro estadounidense detentados por la Fed ha pasado de 500 millardos de dólares a 1,6 billones. Por tanto, el equivalente a un quinto de las emisiones de títulos públicos en este periodo ha sido adquirido por la Fed.

determinar su impacto a largo plazo. Las ventajas a corto plazo en términos de tipos de interés, sin embargo, son conocidas y permiten en parte explicar la creación del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MES). Este dispositivo crea entre los Estados firmantes un fondo común de crédito que permite recaudar recursos en los mercados financieros por una suma que puede llegar hasta los 500 millardos de euros, con el propósito de ayudar a un Estado en dificultades bajo condiciones previamente definidas<sup>12</sup>. Con el mismo objetivo de minimización de los tipos de interés efectivos que pesan sobre la deuda pública, los países miembros de la zona euro podrían privilegiar los otros instrumentos de regulación que hemos mencionado antes para garantizar tipos de interés bajos como, por ejemplo, la orientación explícita de una parte del ahorro hacia los títulos públicos.

### *¿Qué decir de la inversión pública?*

El otro factor esencial en la estrategia de reducción de la deuda pública es el crecimiento de la producción. Las estrategias de crecimiento en Europa se estudiarán en detalle en el capítulo 6. De todas formas es obligado constatar de entrada que la inversión pública, un poderoso generador de externalidades de crecimiento, sufre los efectos de las consolidaciones presupuestarias. En efecto, la caída de la inversión pública en más de un punto del PIB, por mor de las reducciones de los déficits que operaron para amoldarse al Tratado de Maastricht (gráfico 4.5), se reproduce ahora en las proyecciones sobre los planes de ajuste de los países de la zona euro, ya que según las previsiones de la Comisión Europea (2012) en 2013 el ratio inversión pública/PIB caería un 2,1 por 100 en la zona euro. La inversión pública es doblemente eficaz en situaciones de crecimiento débil en la medida en la que permite a la vez sostener la demanda global y aumentar la productividad a medio plazo.

Uno de los medios de evitar los efectos perversos de la reducción de la inversión es recurrir a estos gastos a escala europea. El Pacto de Crecimiento adoptado con ocasión de la Cumbre Europea del 28 y 29 de julio de 2012, dotado de una suma de 120 millardos de euros (es decir, de un poco más del 1 por 100 del PIB de la zona euro) debería compensar las reducciones que se decidan a escala nacional y permitir así blindar una parte de los gastos públicos de inversión. En un momento en el que las previsiones de la Comisión Europea indican un crecimiento negativo para la zona euro en 2012 (-0,3 por 100) y un casi estancamiento para 2013, el retraso en la aplicación de un pacto así es absolutamente determinante.

---

<sup>12</sup> Este mecanismo debe reemplazar al Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FESF) que se creó temporalmente como consecuencia de la crisis de las deudas soberanas en mayo de 2010 para evitar la suspensión de pagos de Grecia.

GRÁFICO 4.5

## INVERSIÓN PÚBLICA EN LA ZONA EURO, 1980-2014, % DEL PIB



Fuentes: Paredes *et al.* (2011), Giannone *et al.* (2010), Comisión Europea (2012), cálculos del Centre d'Analyse Stratégique.



## ¿QUÉ UNIÓN POLÍTICA PARA LA ZONA EURO?

EN EL CAPÍTULO anterior hemos examinado todos los aspectos de los problemas que plantea la consolidación de la deuda pública. Se trata ahora de diseñar una estrategia que sea a la vez razonable y ambiciosa. La estrategia que se adopte sólo tendrá sentido si un conjunto de países, que englobe a los cuatro con mayor peso económico (Alemania, Francia, Italia y España), comparten una misma perspectiva política a largo plazo.

El acontecimiento histórico europeo que debe lograrse en esta década es hacer del euro una moneda completa. Ha llegado el momento de recuperar el espíritu de los fundadores de la construcción europea que pusieron la primera piedra hace ya más de sesenta años. Para hacer esto hay que insuflar una vida nueva a la andadura comunitaria, superando el proyecto de posguerra. Se trataba entonces de establecer una paz duradera en Europa. Hoy hay que trabajar para establecer un contrato social europeo. Pero un contrato así no puede durar si se somete a arbitrajes inciertos entre los intereses contradictorios de los Estados. La concertación intergubernamental ha vaciado la trayectoria comunitaria de toda sustancia a partir de la firma del Tratado de Maastricht. La decisión de crear el Banco Central Europeo, primera institución federal en el orden económico, habría debido ser una promesa de soberanía común en los ámbitos económicos. Ha sido, por el contrario, la señal de una radicalización de los Estados en la conservación celosa de sus prerrogativas económicas. Por eso los síntomas multiformes de la crisis actual de Europa son ante todo síntomas de una crisis de los Estados y del fracaso de la cooperación intergubernamental.

En el capítulo 1 hemos estudiado la génesis del euro. Hemos visto entonces que no era ni el resultado de criterios pretendidamente objetivos de una zona monetaria óptima ni un proyecto político de soberanía común. El euro procede de la conjunción de la presión de la globalización financiera y de un compromiso franco-alemán impuesto por las circunstancias, es decir, por la unificación alemana. Que el famoso tándem franco-alemán no haya producido más que impotencia colectiva más allá de este episodio no es algo que deba sorprendernos, dado que las políticas económicas

de estos dos países han sido totalmente contradictorias. Alemania quería recuperar sus bazas históricas de potencia mercantilista que había perdido como consecuencia de los costes de la unificación. Francia se había convertido al liberalismo anglosajón, lo que conducía a la deslocalización de sus empresas del territorio nacional. Alemania había acumulado excedentes comerciales desde 2004, Francia se había deslizado hacia déficits cada vez mayores. Una política industrial enérgica por una parte y el abandono de todo proyecto industrial por otra no podían apenas alimentar la tenaz cooperación que un cambio estructural exige. Por otro lado, en este extraño periodo que ha seguido a la creación del euro, en el que la ola financiera se ha precipitado sobre la Europa meridional, los bancos alemanes y franceses han estado especialmente activos a la hora de participar en el endeudamiento desmesurado del sector privado en España, por limitarnos a mencionar el más grave de los desequilibrios. Una vez llegada la crisis, la negociación intergubernamental no ha hecho sino provocar el conflicto de intereses, viejo como el capitalismo, entre acreedores y deudores. En todas las cumbres europeas, que se suceden a remolque del agravamiento de la crisis, la negociación intergubernamental no puede sino dejar constancia de las exigencias del mayor acreedor, es decir, de Alemania y puesto que la crisis hace interactuar todas las dimensiones de la economía, el *diktat* del acreedor culmina en un completo callejón sin salida.

Hemos demostrado, en efecto, que la crisis de las deudas públicas es ante todo el envés de la crisis de las deudas privadas, de tal forma que el desendeudamiento subsiguiente del sector privado paraliza la consolidación de la deuda pública. Pero aquella crisis interactúa también en un círculo vicioso con las crisis bancarias. Para salvar sus bancos, los Estados los empujan a replegarse sobre el espacio nacional. El sistema financiero europeo, cuya unificación había sido el primer argumento para la creación del euro, está en un proceso veloz de fragmentación. Esta evolución hace concebible un futuro desmembramiento del espacio monetario y fortalece los argumentos de los influyentes grupos de presión sectoriales de los países acreedores, que piden que se expulse a los deudores del euro. La salida de los capitales privados de los países deudores, cuya balanza de pagos es pesadamente deficitaria después de más de una década de polarización industrial, conduce irremediabilmente a un problema de transferencias, problema que envenenó las relaciones internacionales tras la Primera Guerra Mundial y que el sistema de Bretton Woods, robustecido por el plan Marshall, trató de resolver después de la Segunda. Mientras que la cuestión de las transferencias, es decir, del reciclaje de los excedentes de los países acreedores, ergo de Alemania en primera fila, no se considere como el eje de la organización de la zona euro, la salida de la crisis no será posible y la supervivencia del euro dependerá de soluciones

cada vez más frágiles. Esto podría conducir bien a apilar programas de ayuda, acompañados de préstamos públicos cada vez más onerosos para los países deudores, o bien a dejar que los déficits se absorban taimadamente en el seno del sistema europeo de bancos centrales mediante la acumulación de posiciones crediticias de los bancos centrales de los países excedentarios sobre los bancos de los países deficitarios por mediación del BCE. El Bundesbank hace saltar la alarma ruidosamente contra este escenario, que considera una deriva muy peligrosa.

Nosotros proponemos una reflexión en la dirección siguiente. La conservación del euro implica un contrato social europeo, que necesita la institución de reglas de transferencias presupuestarias. Esta exigencia supera el marco de las relaciones europeas actuales, pero esta superación choca con las concepciones distintas de la soberanía vigentes en Alemania y Francia. Por eso es difícil manejar la palabra «federación», que se vuelve una fuente de malentendidos. No obstante, hay que conseguir definir las instituciones comunes mínimas para hacer saltar el cerrojo de la rigidez de los gobiernos sobre sus preferencias nacionales. Es necesario después detallar las políticas que hay que activar para el contrato social, que dependerían de estas instituciones. Este acuerdo de unión política consiste en retomar las intuiciones del plan Werner que hemos recordado en el capítulo 1 y darles una forma institucional precisa. Veremos que esta forma institucional, para ser democrática, debe ser una ley constitucional europea por encima de los Estados miembros. Esto no es posible más que si los ciudadanos europeos son los sujetos fundadores de esta ley. Después examinaremos las principales reformas que transformarán las políticas económicas para hacer del euro una moneda completa: redefinición del papel del Banco Central Europeo, concepción y realización de la unión bancaria, institución de la unión presupuestaria y emisión de eurobonos.

## 1. Una nueva situación institucional

¿Qué quiere decir un contrato social para Europa? Es el reconocimiento de un bien común que queremos conservar y hacer fructificar. Esto no es posible si no se crean las bases políticas de una vida en común, por lo tanto de una conciencia de pertenencia a una misma comunidad de destino. El contrato no se puede separar del papel que Europa puede jugar en las formidables transformaciones que el mundo va a sufrir en el curso de este medio siglo. Pero la conciencia de pertenencia no se puede decretar. Son los ciudadanos los que toman o no conciencia de un destino común. Ahora bien, las instituciones comunes, demasiado burocráticas, y las políticas europeas de los propios Estados, escapan a todo control democrático.

Los grupos de presión interfieren en su acción. La responsabilidad política de los ejecutivos es inexistente, ya que el Parlamento europeo no está investido de ninguna autoridad soberana.

Por esta razón la unión económica y monetaria no es más que un sistema monetario internacional definido por un tratado intergubernamental. Los intentos de uniones de este tipo en el siglo XIX terminaron por desmoronarse porque no producían soberanía política. Para comprenderlo hace falta ir más allá de las críticas habituales de la política monetaria, que se centran en la heterogeneidad de los países para así argumentar que la transmisión de la política monetaria, al apuntar a un objetivo de inflación para la zona euro en su conjunto, no se adapta a ningún país. De acuerdo con el informe colectivo del Groupe Padoa-Schioppa (2012), escrito bajo la égida de la asociación Notre Europe, el BCE ha conducido una política monetaria para un país que no existe, el país medio de la zona euro. Dada la diferencia existente entre las tasas de inflación, lo cual implica distintos tipos de interés reales para un mismo tipo nominal, todo ello característico de una política monetaria única, los tipos reales son demasiado bajos para algunos países y demasiado altos para otros. Esto conduce a mantener las divergencias, puesto que los países en los que los tipos son demasiado bajos son aquellos que presentan un exceso de demanda (por ejemplo España durante el desarrollo de la burbuja financiera) y aquellos en los que son demasiado altos sufren una insuficiencia de demanda interna (el caso de Alemania a partir de 2004, que le ha conducido a buscar la exportación a cualquier precio).

Esta crítica es exacta e importante, pero no agota, ni mucho menos, las razones de la incompletitud del euro en tanto que moneda común del conjunto de los países miembros. Para comprender la naturaleza de los problemas a los que se enfrentan los países en la crisis hay que captar en profundidad qué es la moneda y hay que percibir el estrecho vínculo que mantiene con la deuda pública.

### **El vínculo necesario entre moneda y deuda pública**

La moneda no es una mercancía, es un contrato social. Es el medio común mediante el cual la colectividad que la emplea devuelve a cada uno de los miembros, en la acción de pagar, aquello que juzga haber recibido a su vez por su actividad. El sistema de pagos es, por lo tanto, el bien público que valida la utilidad social de la actividad de cada uno. La moneda regula el movimiento de las deudas, que dota de coherencia cotidiana a las sociedades organizadas según una multitud de intercambios discretos. Para poder regular las deudas, la moneda tiene ella misma la naturaleza de una deuda. Es la deuda última, reconocida y aceptada por todos. Se la puede definir

como la deuda de la sociedad en su conjunto consigo misma. Se diferencia, pues, radicalmente de las deudas privadas. En este sentido, la moneda es el bien común por excelencia.

Pero existe otra deuda que se distingue de las deudas privadas. Es la deuda social, es decir, la deuda de cada miembro de la sociedad frente a la sociedad entera. En efecto, todo individuo, en tanto miembro de la sociedad, dispone en el curso de su vida de bienes públicos que producen la cohesión de las sociedades: educación gratuita o subvencionada, servicios de salud, seguridad, infraestructuras, ofertas culturales en las ciudades, etc. El conjunto de los activos reales que constituyen estos bienes públicos y que producen los servicios públicos forman el capital colectivo de la sociedad. La deuda social es la contrapartida de este capital colectivo. Es la deuda de cada miembro de la sociedad ante esa sociedad en tanto potencia colectiva cuya organización es condición de la vida individual. Cada miembro de la sociedad consume los servicios del capital colectivo. Esta deuda se liquida mediante el flujo de los impuestos que los individuos adultos adeudan a lo largo de su vida. La legitimidad del impuesto es la contrapartida del reconocimiento del bien común. Los impuestos son recaudados por el Estado en tanto potencia tutelar de la sociedad. La deuda pública, es decir, la deuda financiera del Estado (en el sentido amplio) resulta de una transferencia intergeneracional y se origina cuando el Estado decide endeudarse para producir los bienes públicos, es decir, decide financiarlos mediante impuestos diferidos. Esta transferencia intergeneracional establece la cohesión de la sociedad en el tiempo. En efecto, cuando el Estado invierte en capital colectivo aumenta la capacidad de producción futura de la nación, lo que crea un agregado de ingresos futuros. Se supone así que las generaciones futuras que se beneficiarán de este incremento del capital colectivo serán más ricas y podrán contribuir al reembolso de la deuda pública gracias a la cual se ha financiado la inversión colectiva.

De aquí se deduce un vínculo orgánico entre el Estado y la moneda. Dado que la moneda es el medio con el que se liquida la deuda social y, por lo tanto, mediante el que se exigen los impuestos, la moneda es soberana por delegación y puesto que mediante ella se pagan estos, la moneda tiene poder liberador sobre toda deuda en el espacio de soberanía del Estado. Hay pues un vínculo orgánico entre el Estado y el banco central. Este es independiente en la realización de sus misiones. El banco central no tiene el poder institucional de modificarlas y debe rendir cuenta de su ejecución a los representantes electos de la nación. El Estado es el garante último del capital del banco central. Por su parte, el banco central es el prestamista en última instancia del sistema financiero cuyo eje es la deuda pública.

Podemos medir aquí la razón profunda por la que el euro es una moneda incompleta. Única instancia federal en un conjunto de naciones que no están unidas por una institución presupuestaria federal, el euro tiene un estatus que no existe en ninguna otra parte del mundo. Moneda no adosada a una deuda social reconocida en el mismo espacio, el Banco Central Europeo es una instancia monetaria que no está colocada bajo la autoridad de ningún poder soberano. Por eso el estatuto del banco central contemplado en el Tratado intergubernamental de Maastricht le ha prohibido comprar la deuda pública de los países miembros.

Esta es una aberración debida a la naturaleza de la unión monetaria europea. El BCE emite una moneda desterritorializada que se emplea en cada territorio como se haría con una moneda extranjera a cambio fijo, pero en el marco de un sistema de pagos único gestionado conjuntamente por los bancos centrales nacionales, de lo cual se desprende que los países de la zona euro están privados del vínculo orgánico, que por lo demás existe por doquier, entre el banco central y el Estado soberano. *El Estado debe siempre tener la capacidad última de monetarizar su deuda, es decir, de sacarla del mercado.* En todo país que emita la moneda en la que se ha extendido la deuda pública (es decir, si la deuda pública no se ha emitido en moneda extranjera) y cuyo Estado no esté en bancarrota, la deuda pública se halla protegida de la quiebra. Por ello los títulos representativos de la deuda pública juegan el papel de activos «sin riesgos» en los mercados financieros y gozan de una demanda permanente. Es la condición indispensable para que se constituya una estructura ordenada de rendimientos y riesgos en los mercados de activos financieros. No son los mercados los que «disciplinan» a los Estados, es el dominio político de la deuda social el que establece la referencia a partir de la cual se puede estabilizar el sector financiero.

Al cortar este vínculo orgánico, la creación del euro de acuerdo con lo estipulado en el Tratado de Maastricht no podía sino exacerbar las rivalidades nacionales. El intento de ahogarlas mediante la superposición al Tratado de las reglas arbitrarias del famoso Pacto de Estabilidad (3 por 100 de déficit/PIB y 60 por 100 de deuda pública/PIB), mientras se dejaba en manos de los Estados la responsabilidad absoluta de la gestión de la deuda social de los países miembros, no podía constituir un dispositivo capaz de responder a todas las situaciones. Otra época en la que este vínculo orgánico no existía fue la regida por el patrón oro internacional. El oro era una mercancía universal cuyas condiciones de monetarización escapaban a la soberanía de los Estados, porque la convertibilidad a precio fijo se había postulado como inmutable. La convertibilidad oro era una norma internacional de un orden superior a los objetivos de política económica. La aparición de las deudas de guerra que hubo que financiar tras la Primera

Guerra Mundial volvió precario al patrón oro. A partir de 1931 la crisis financiera se transformó en crisis monetaria por mor de las quiebras bancarias. Los sistemas financieros se retrajeron sobre los espacios nacionales poniendo fin al patrón oro.

Es absolutamente obvio que los acontecimientos que se han producido en Europa desde 2010 son de una naturaleza similar. El surgimiento de las deudas públicas nacidas de la socialización de las deudas privadas en los espacios nacionales, los planes de reactivación y después la contracción de la actividad económica han conducido a la fragmentación del espacio financiero europeo. Sin reglas de transferencia presupuestaria entre Estados, sin un papel en aumento y recursos nuevos para el presupuesto de la Unión, de manera que pueda reinvertir en los países más debilitados, y sin el establecimiento de un vínculo fuerte entre la moneda y la deuda social en el espacio en el que se emite la moneda, la dislocación de la zona euro se producirá en un lapso más o menos breve. Sin duda el cambio de perspectiva que se requiere no se sitúa en el registro ya experimentado de la colaboración intergubernamental, pero concierne en primer lugar a los Estados. La reforma institucional que este proyecto federal implica es una obra de largo aliento que puede ocupar toda la década, si bien debe concebirse según un escalonamiento que introduzca las etapas capaces de resolver la crisis europea sin tener que esperar a que una constitución federal aprobada por todos los ciudadanos entre en vigor en el conjunto los Estados europeos.

### **La reforma institucional atañe en primer lugar a la unión presupuestaria**

Los países asociados en la zona euro han creado una unión monetaria. Teniendo en cuenta el estrecho vínculo entre moneda y deuda social anteriormente definido, el proyecto consistente en otorgar una dimensión federal a la política presupuestaria transformaría la misión del Banco Central Europeo. Indicaremos más adelante según qué principios puede efectuarse este cambio. Igualmente, la profundización de la crisis bancaria conduce inevitablemente a centralizar la supervisión de los bancos y la resolución de las quiebras bancarias. Esta regulación prudencial unificada forma parte de las condiciones de supervivencia del espacio financiero europeo. Debe completarse y articularse mediante una unión bancaria. Aquí también el proceso está iniciado. Además, una de sus piezas maestras aun inexistente es un sistema unificado y centralizado de garantía de los depósitos. Ahora bien, un sistema así no puede concebirse sin solidaridad presupuestaria. El envite político se concentra, pues, sobre la unión presupuestaria en la que todo está por hacer.

*El ejemplo histórico estadounidense*

La importancia crucial de la unión presupuestaria, incluyendo la mutualización de las deudas públicas, puede entenderse con la ayuda de un famoso ejemplo histórico. La guerra de la Independencia estadounidense había dejado deudas muy cuantiosas, que habían crecido aún más debido a los gastos de la reconstrucción. En la década de 1780 el Congreso continental no tenía la potestad fiscal. Sólo podía imprimir letras de crédito que hicieron que la inflación se disparara. Entre 1779 y 1781 los precios se multiplicaron por diez. En 1788 la Constitución otorgó al Congreso la potestad tributaria, pero el problema crucial que subsistía era el siguiente: «¿quién debía asumir la carga de la deuda de los Estados?». Antes de 1790, Estados Unidos estaba efectivamente en bancarrota. La cartera de los títulos heredados de la guerra y del caos posterior, ¿debían financiarse mediante la emisión de nuevos títulos con su valor devaluado o con su valor nominal total?

En el Congreso había virulentas disputas. El debate oponía dos campos. Era el debate sobre la organización de los poderes públicos conocido desde la Antigüedad: federalismo político o confederación de Estados. Los partidarios de una confederación de Estados se oponían violentamente a una transferencia de la deuda hacia el gobierno federal. No les faltaban argumentos. Los especuladores que habían comprado títulos de deuda a inversores en dificultades serían recompensados. A algunos Estados se les aliviaría de un peso mayor que a otros. El poder ejecutivo central se reforzaría en detrimento del Congreso y de los Estados. El orador más vehemente de esta corriente de pensamiento era James Madison, portavoz de los Estados del Sur. Temía que la centralización de la deuda colocara a los Estados bajo la cúpula de un poder distante e irresponsable. Además afirmaba que la mutualización forzaría a los Estados virtuosos a socorrer a los Estados sin dinero y que se trataba de una amenaza para la joven república. Su adversario más decidido era Alexander Hamilton, que preconizaba la eficacia de un mercado de títulos unificado. Además, añadía que los Estados habían emitido su deuda para un fin común: proseguir la guerra y conquistar la independencia.

En 1790, Alexander Hamilton, recién nombrado secretario de Estado del Tesoro propuso centralizar las deudas de los Estados emitiendo nuevas obligaciones sostenidas por ingresos fiscales creíbles. Afirmaba que la formación de una deuda nacional atraería a los inversores y constituiría un vínculo social muy fuerte para la unión. Hamilton consigue su plan aceptando el traslado de la capital federal, que se desplaza de Nueva York a una nueva ciudad llamada Washington, a orillas del río Potomac, para

alejara de las potencias financieras neoyorquinas y bostonianas. La deuda se centralizó y se financió mediante la fiscalidad federal.

Es uno de esos momentos en los que la historia se bifurca. Si hubiera prevalecido la tesis opuesta el subcontinente estadounidense podría haberse vuelto algo parecido a Europa: un mosaico de naciones soberanas, cada una con su moneda, vinculada por intercambios comerciales y financieros, pero rivales. ¿Habría esto impedido la atroz Guerra de Secesión o se habría cambiado su curso en el sentido de una América de naciones vinculadas por un mercado común? En todo caso, la historia mundial del siglo XX habría sido profundamente distinta.

Sin embargo, la cuestión de la relación entre el presupuesto federal y el de los Estados no se detuvo allí. Hasta 1840 la deuda de los estados podía en principio ser reflotada por el gobierno federal, pero en la depresión causada por el pánico financiero de 1837 ocho estados quebraron. La elección como presidente de Estados Unidos de Andrew Jackson, representante de los intereses agropecuarios del Medio Oeste y muy hostil a las plazas financieras de la costa este, condujo a la negativa a reflotar a los estados y a la adopción de reglas presupuestarias por estos. Estas reglas les obligaban a una gestión procíclica que debía compensarse por una política federal contracíclica.

No es necesario extraer de este episodio histórico más que la confirmación del análisis teórico. Lo que une es el presupuesto y la deuda, nunca el mercado. Incluso si los estabilizadores automáticos pueden jugar un papel más importante en los Estados de la zona euro que en los estados de Estados Unidos, crear reglas presupuestarias estatales estrictas según las disposiciones del tratado presupuestario aprobado en 2012, sin capacidad de estabilización contracíclica en el ámbito de la unión económica y monetaria, es un error que ahonda en el divorcio con el espíritu de la construcción europea. Solo expresando una solidaridad política inscrita en las instituciones democráticas recuperaremos la ambición de Jean Monnet de unir a los pueblos. Pondríamos así fin a la larga y peligrosa deriva hacia una Europa reducida al mercado cuya consecuencia es la rebaja de la democracia bajo los envites violentos de las finanzas.

### *La marcha hacia un Tesoro europeo*

La institución federal de la unión presupuestaria es un Tesoro europeo, más exactamente un Tesoro común a los Estados dispuestos a establecer esa unión. Una propuesta de avance paso a paso hacia la creación de esta institución ha sido formulada recientemente por Bernard Barthalay (2012), presidente de la red de iniciativas Puissance Europe. Para desembocar en la creación de un Tesoro europeo, la idea principal que vamos a seguir aquí es

la de operar según la misma trayectoria progresiva que se adoptó para crear el Banco Central Europeo. En aquel momento el proceso duró seis años. El punto que importa señalar es que vino después de una iniciativa experimental, la creación temporal del Instituto Monetario Europeo (IME). Este fue el núcleo de la preparación técnica de los procedimientos necesarios para el funcionamiento de un banco central común. Paralelamente, los países, como Francia, que no tenían un banco central independiente, procedieron a una reforma institucional para establecer ese estatus indispensable para ulteriormente formar el sistema europeo de bancos centrales bajo la égida del BCE, cuando éste tomó el relevo del IME. Gracias a estas disposiciones, una reforma de un alcance tan amplio como la formación de la unión monetaria, se hizo gradualmente y el solo hecho de la mutación institucional no produjo perturbaciones.

Bernard Barthalay propone que los gobiernos de la zona euro tomen la iniciativa de crear un Instituto Presupuestario Europeo con la misión de preparar el establecimiento y el funcionamiento de un Tesoro europeo. De la misma manera que el IME estaba formado por representantes de los bancos centrales nacionales, el IPE debería estar formado por miembros electos de las comisiones de finanzas de los Parlamentos nacionales y de funcionarios de Hacienda nacionales. De la misma forma que los dirigentes de los Estados dispuestos a comprometerse en la unión monetaria habían fijado un calendario vinculante con una fecha límite, así debería definirse un plan de realización por etapas de la unión presupuestaria. Un Instituto Presupuestario Europeo, dotado de un mandato de preparación bien definido y de potentes medios de análisis, puede concebir la política anticrisis que la sucesión interminable de cumbres europeas ha demostrado ser totalmente incapaz de gestionar.

La primera etapa es invertir la deflación competitiva generalizada a la que conducen las políticas de austeridad que se han emprendido. En esta etapa la solidaridad debe manifestarse de cuatro maneras. La primera es constatar, mediante una auditoria en profundidad de las políticas de austeridad, las consecuencias desastrosas, subrayadas en el capítulo precedente, que se están produciendo. El peso de los países enredados en una espiral depresiva es ahora lo bastante alto, con las recesiones acumulativas en Italia y en España, como para arrastrar a toda Europa a un pozo recesivo y, más allá, para provocar una grave ralentización del crecimiento mundial. Alemania tendrá que abandonar la ilusión de que su política mercantilista la vuelve insuperable y de que las políticas de austeridad van a metamorfosear toda Europa a su imagen y semejanza. La polarización letal entre países excedentarios y países deficitarios no puede superarse volviendo a todos los países excedentarios mediante la bajada forzosa de los salarios. La primera aplicación de la cooperación presupuestaria es pues una política

fiscal en Alemania que estimule la demanda interior y que eleve la tasa de inflación por encima de la de los países deficitarios. La segunda forma de cooperación es emprender una política europea de inversiones en los países endeudados movilizandolos fondos estructurales y ampliando las condiciones de movilización de los recursos del BEI (Banco Europeo de Inversiones). En tercer lugar, la asunción centralizada de la resolución de las crisis bancarias, admitida por el Consejo del 29 de junio de 2012, debe realizarse lo más rápidamente posible por el tándem Fondo Europeo de Estabilidad Financiera-Mecanismo de Europeo de Estabilidad (FEEF-MES), de forma que se rompa el círculo vicioso entre crisis bancaria y deterioro de las finanzas públicas. Finalmente, el Banco Central Europeo, en anticipación del vínculo orgánico futuro que le unirá al Tesoro federal, como en cualquier otro país del mundo, podrá intervenir sobre los mercados de deuda pública de forma que se ponga un límite razonable al coste de la deuda de los países que sufren la presión de los mercados. Es la propuesta que Mario Draghi hizo a principios de septiembre de 2012 de efectuar compras ilimitadas sobre los mercados secundarios de títulos soberanos de los países que hicieran una petición previa de ayuda ante el Mecanismo Europeo de Estabilidad. Este programa llamado OMT (*Outright Market Transactions*) se topó con enormes reticencias alemanas, que deberían retirarse mediante la creación del IPE.

Este conjunto de acciones bastaría sin duda para detener el deterioro económico del conjunto de la zona euro resultado de la interacción en bucle del aumento de los déficits públicos, de la agravación de las crisis bancarias, del desendeudamiento del sector privado y de la restricción del crédito bancario. Sería entonces posible empezar a mutualizar la deuda pública emitiendo eurobonos según las propuestas del IPE. Veremos más adelante qué métodos son preferibles. Esta innovación confirmaría el compromiso de los Estados con la unión presupuestaria estableciendo así un inicio de solidaridad concreta en los presupuestos.

Al mismo tiempo el IPE desarrollaría los trabajos previos para el funcionamiento de un Tesoro europeo. Lo haría prácticamente, puesto que dirigiría el proceso de los semestres europeos ya en vigor, cuyo objetivo es coordinar las perspectivas plurinacionales de los países miembros de la zona euro. En la medida en la que el IPE tuviera la capacidad de investigar las propuestas de los países miembros, podría juzgarlas bajo diversas hipótesis macroeconómicas, aunándolas con un criterio de consolidación de la deuda pública a largo plazo. Este procedimiento se haría bajo el control del Parlamento europeo en una conformación restringida a los países que se sometieran a la coordinación presupuestaria. El proceso de ida y vuelta con las autoridades presupuestarias nacionales debería desembocar en un conjunto coherente de evoluciones presupuestarias a medio plazo según un

proceso que se repetiría cada año, que serían validadas por el Parlamento europeo y por los Parlamentos nacionales. Se trataría ya de una soberanía en acto a dos niveles.

En una segunda etapa, y tras el aval del Consejo de jefes de Estado, sería el momento de convocar una convención parlamentaria que reuniera a los representantes del Parlamento europeo y de los Parlamentos nacionales para elaborar la constitución que plasmara la unión política de los países decididos a construir la federación europea. Esta convención trabajaría en estrecha colaboración con el IPE. El objeto de esta constitución sería esencialmente el instituir un Tesoro federal que absorba al IPE y que haga irreversible la unión presupuestaria y le otorgue legitimidad democrática. El Tesoro federal tendría como misión conducir las políticas comunes de los países federados en buen entendimiento con el BCE para llegar finalmente a un *policy mix* integrado. Debería también impulsar un proyecto de desarrollo europeo y gestionar un gran mercado de títulos públicos federales que atraería a los inversores de todo el mundo y sería por tanto un importante instrumento de financiación del desarrollo.

### **El problema de la unión política europea bajo el prisma de la ley fundamental alemana**

En un libro reciente, Jürgen Habermas (2012) coloca la crisis de la zona euro en una perspectiva que moviliza los conceptos de la ciencia política. Las deficiencias radicales de la unión monetaria proceden de la falta de capacidad de regulación política en el nivel europeo. El método de la concertación intergubernamental pasito a pasito es a un tiempo ineficaz y no democrático y, por lo tanto, carente de legitimidad. Las decisiones gubernamentales no pueden legitimarse sin validación democrática. La tensión entre los imperativos económicos y financieros de hacer algo para resolver la crisis y el vacío de un poder político europeo democráticamente controlado por una ley constitucional europea conduce a la fragmentación política de Europa. La concertación intergubernamental no resiste las fuerzas centrífugas exacerbadas por la crisis y por ello la Unión Europea se encuentra ante una bifurcación. Hay un déficit democrático porque la democracia enraizada en los Estados nacionales está ahogada por los intereses financieros privados globalizados.

La democracia es un proceso autorreferencial sin ninguna trascendencia: los ciudadanos reconocen como legítimo el respetar las leyes de las que son autores. Esto sólo puede funcionar si el proceso político es inclusivo. Ahora bien, el procedimiento es una regla mayoritaria. Debe incluso estar acompañado de un proceso deliberativo completamente inclusivo. Este proceso se degrada inevitablemente más allá de las fronteras nacionales por

la intergubernamentalidad. No basta argumentar que los dirigentes que han negociado tenían cada uno de ellos una legitimidad nacional, porque la soberanía de un Estado no puede confundirse con la de un pueblo. La soberanía externa del Estado se concibe según un modelo de teoría de juegos: se trata de la libertad de elección en interacción con la de otros Estados. La soberanía del pueblo es en cambio la producción de la ley que garantiza libertades iguales a todos los ciudadanos. Es pues necesario encontrar procedimientos de transferencia de los derechos soberanos al nivel supranacional, pero de forma que se conserven intactos los procedimientos democráticos nacionales. De modo más preciso, hay que establecer en la zona euro una manera de formalizar en derecho europeo instituciones capaces de coordinar las políticas económicas pertinentes, de modo que se pueda prescindir del estilo gubernamental burocrático que deja de lado a los ciudadanos.

Jürgen Habermas enuncia tres condiciones para formar una comunidad democrática que por ahora solo reúnen los Estados-nación: la asociación libre de ciudadanos iguales dotándose de derechos que garanticen la autonomía cívica de cada uno; la distribución de los poderes que aseguren que las decisiones colectivas son efectivamente el fruto de la asociación de todos los ciudadanos; la integración social mediante la solidaridad cívica que apoye el ejercicio de la autoridad política. Las dos primeras condiciones surgen de la organización de las capacidades jurídicas que garantizan los derechos fundamentales. La tercera concierne a los fundamentos socioculturales de la comunicación y del debate en la esfera política. A escala nacional, el poder gubernamental está encastrado en la gramática de la ley, de suerte que los ciudadanos ejercen su autoridad a través de la ley a la que se someten.

La Unión Europea es un híbrido curioso. Contrariamente a una federación de naciones tiene en el ámbito de la competencia una ley europea que prevalece sobre las legislaciones nacionales, pero a diferencia de un Estado federal carece de autoridad constitucional. Por ello la prioridad de la ley europea en los ámbitos en los que existe no es jerárquica. Se concibe como una alianza constitucional que delega poderes limitados a la Unión. Desde el momento en el que se le reconoce personalidad jurídica a esta, la ciudadanía europea existe pero en términos de organización política se trata de una forma débil.

De aquí se sigue que la cuestión de los dos niveles de soberanía implicada (europea y nacional) queda siempre en suspenso. El Consejo Europeo es una anomalía jurídica: puede elaborar orientaciones políticas, pero no puede ni promulgar leyes ni emitir directivas para la Comisión. Puede ser un poder político concentrado en el caso de una congruencia de intereses obtenidos por consenso, pero no tiene fuerza jurídica para hacerlo legitimar

por los ciudadanos. Puede como mucho suscitar innovaciones institucionales mediante el procedimiento simplificado de las enmiendas a los tratados.

Hemos demostrado que no es posible superar la crisis si la zona euro no adquiere las capacidades de guía política mediante las transferencias presupuestarias concebidas para conducir las economías de los Estados miembros hacia la convergencia a medio plazo, es decir, antes de que concluya esta década. Las políticas que se requieren para establecer un contrato social de competitividad mermarían seriamente los privilegios de los parlamentos nacionales en la elaboración de los presupuestos generales del Estado. Esto implica que las élites políticas se ganen la aceptación de los pueblos mediante largos debates democráticos. Es lo opuesto de las reglas burocráticas contenidas en el tratado de unión presupuestaria adoptado en marzo de 2012 por el Consejo Europeo. Sylvie Goulard y Mario Monti (2012) insisten mucho, y con razón, sobre la importancia crucial del papel inclusivo del debate democrático, concebido y organizado para ser directamente europeo.

Ahora bien, la ley fundamental alemana plantea un problema en lo que concierne a la subordinación de las leyes nacionales a la ley europea. Analizando la forma en la que el Tribunal Constitucional alemán ha juzgado el Tratado por el que se creaba el Mecanismo Europeo de Estabilidad, Paul Gallagher (2012) muestra qué argumentación jurídica esgrime el Tribunal para plantear limitaciones estrictas a todo compromiso ulterior de Alemania en la integración europea. Toda ley europea debe adecuarse a los principios constitucionales de la Ley Fundamental alemana. Esta posición doctrinal se opone claramente al principio de supremacía de la ley europea sobre las leyes nacionales, pues la Ley Fundamental alemana no se parece a ninguna otra. Incorpora una «cláusula de eternidad» que afirma que dos de sus artículos son inviolables por ninguna otra disposición legislativa: el Artículo 1, que estipula que la dignidad humana es inviolable, y el Artículo 20, que afirma el principio de la regla democrática.

Se podría pensar que estos principios no plantean problemas para la elaboración de una Constitución europea, pero la interpretación que el tribunal hace de la cláusula de eternidad es extraordinariamente amplia. Le confiere un inmenso poder. Su forma de concebir la dignidad humana la implica en cuestiones económicas y políticas. El Tribunal tiene la obligación de sostener la Ley Fundamental y esto le lleva a afirmar que el Bundestag debe conservar sus poderes legislativos en toda decisión que afecte a los ingresos y los gastos presupuestarios.

Se entiende entonces el embrollo jurídico que el avance hacia la unión política puede suscitar. Si el Tribunal sostiene que una ley europea no es aplicable en Alemania, mientras que es válida en tanto que derecho europeo y por lo tanto de aplicación en los demás Estados miembros, la necesaria

uniformidad de la ley europea para establecer su legitimidad democrática se anula y el progreso de la integración se detiene. Estas contradicciones jurídicas han marcado el ritmo de los pasitos, de los retrocesos y de las dudas del gobierno alemán desde el principio de la crisis del euro. Vamos a ver cómo estos problemas sobrevuelan las cuestiones de la unión bancaria, de la emisión de euroobligaciones y de las intervenciones del Banco Central sobre el mercado de bonos. Hay que crear un mecanismo para romper el círculo vicioso entre la crisis soberana y la crisis bancaria. Este mecanismo europeo no puede ser eficaz si está constantemente sometido a impugnaciones jurídicas ante el Tribunal alemán.

## 2. Redefinir la misión del Banco Central Europeo

Los bancos centrales están sometidos a imperativos contradictorios (*double bind*). En tanto que ejes de los sistemas financieros, puesto que son emisores del medio último de saldo de las deudas, son necesariamente pragmáticos. Ante una crisis financiera inmensa, una de las más temibles de la historia del capitalismo, no pueden sino tomar a su cargo la estabilidad global de los sistemas financieros. Adoptan sus decisiones con urgencia, tratando de compensar las pérdidas que se suceden en los sistemas bancarios. La interpretación de su acción como si fuera una sucesión de desviaciones excepcionales de su línea de conducta inmutable no tiene consistencia. Recordemos simplemente que el FMI ha calculado que el desendeudamiento necesario del sistema bancario europeo debería ser de 2 billones de euros. ¡Lo «excepcional» va a durar mucho, mucho tiempo! Y sin embargo, los bancos centrales permanecen aún bajo la influencia intelectual de una doctrina monetaria adoptada en la década de 1980, la doctrina monetarista, que ha sido completamente superada por las evoluciones de las finanzas y que ha perdido toda pertinencia en la crisis financiera.

Esta actitud esquizofrénica de los bancos centrales obliga a llamar «no convencionales» a las políticas adecuadas que se han practicado desde el principio de la crisis. O bien las palabras no quieren decir nada o bien la pertinencia reconocida de las políticas «no convencionales» significa que la convención monetarista está caduca y debe ser rechazada, como hace la ciencia con un paradigma al que los hechos contradicen.

### La revisión de la doctrina monetarista

Se sabe que la doctrina monetarista se funda sobre la afirmación de la neutralidad de la moneda frente al conjunto de los precios relativos, incluido el precio de los activos financieros y no financieros. La regulación monetaria

no debe ocuparse más que del precio de la moneda frente al conjunto de los «bienes», es decir, del valor de la moneda o de su contrario, el nivel general de los precios. Es el primer mandamiento de la religión monetaria: «Un objetivo (la meta de inflación), un instrumento (los tipos de interés)». El dogma de la neutralidad se completa con un segundo dogma, el de la eficiencia económica de las finanzas, que desemboca en una segunda neutralidad: la asignación óptima del ahorro es independiente de las estructuras financieras; solo depende de los precios relativos de los activos financieros que son los «valores fundamentales» de los activos. Las dos hipótesis juntas conducen a la convención de la política monetaria: mantener el valor de la moneda consiste exclusivamente en respetar una meta de inflación, definida a partir de un índice estadístico de precios que en efecto es verdaderamente convencional, puesto que excluye arbitrariamente todos los activos. Este *tour de force* ha permitido hablar de una gran moderación de los precios en la década de 2000, mientras los precios inmobiliarios se disparaban como nunca antes había ocurrido y el crédito estallaba mientras los bancos centrales permanecían impávidos.

A partir de la década de 1980, esta doctrina penetró en los medios políticos y financieros hasta el punto de haber tenido un efecto institucional crucial. Si la moneda es neutra, la norma de la inflación baja que hay que respetar es independiente de cualquier otro objetivo de política económica. El banco central es por tanto exterior a los arbitrajes políticos. Está fuera del campo de la democracia. Es una institución completamente independiente. Así es como la «racionalidad económica» ha justificado el estatus del Banco Central Europeo en el Tratado de Maastricht: ¡una institución federal en un universo político sin soberanía federal! Esta ideología se opone punto por punto a la concepción que antes hemos defendido nosotros de un vínculo orgánico entre la moneda y la deuda social y, por lo tanto, entre el banco central y el Estado. Esta concepción permite afirmar que el euro es una moneda extranjera para todos los países de la unión monetaria.

Los hechos han hablado. Desde la crisis, todo el mundo ha podido comprobar que:

- La estabilidad de los precios, definida por la convención habitual, no es en ningún caso garantía de la estabilidad financiera ni de la estabilidad macroeconómica. La dinámica que ha conducido a la crisis de 2007-2008 refuta así las enseñanzas de la macroeconomía nekeynesiana según las cuales solo la rigidez de los precios y de los salarios puede perturbar la estabilidad macroeconómica. En este sentido, esta corriente se oponía al monetarismo, aprobando la eficacia de la política monetaria para influir sobre el empleo, pero desde el punto de vista de la rigidez nominal. Sin embargo, de las enseñanzas de Keynes, prolongadas y desarrolladas por Hyman

Minsky y planteadas aquí en el capítulo 2, esta corriente no conserva las consecuencias de la incertidumbre radical de las finanzas sobre los precios de los activos financieros.

- Como la crisis financiera ha barrido la ilusión de la eficiencia de los mercados desde el punto de vista de la eficacia de la asignación del ahorro (la llamada eficiencia fuerte), los bancos centrales deben desplegar toda una panoplia de instrumentos, mucho más allá de los tipos de interés, porque la separación de las funciones monetarias y prudenciales conduce a serios inconvenientes. No hay estabilidad financiera sin política macroprudencial y esta no puede separarse de la regulación monetaria. Se sigue de esto que la estabilidad financiera debe ser un objetivo esencial de los bancos centrales y que no está contenida en el objetivo de estabilidad del nivel general de los precios tal y como es definido habitualmente.
- La frontera estanca entre la política monetaria y la política presupuestaria es insostenible por la razón fundamental que une la moneda y la deuda social. Cuando la financiación de la deuda social está amenazada, es la cohesión de la sociedad lo que se pone en cuestión, como lo vemos hoy profusamente en Grecia, en Portugal y en España. La duda sobre la sostenibilidad de las trayectorias futuras de la deuda pública hace incierta su financiación por parte de los mercados de capitales y somete a las finanzas públicas a expectativas autorrealizables de crisis sistémica que repercuten sobre la solvencia de los bancos. La política monetaria llamada convencional está muy lejos de poder encauzar el riesgo sistémico y los gigantescos costes sociales que produce su materialización. El papel del banco central es entonces romper el círculo vicioso entre presupuesto y bancos sacando la deuda pública del mercado. Los bancos centrales deben adquirir activos soberanos en cantidades potencialmente ilimitadas y proporcionar un apoyo de liquidez a largo plazo y a gran escala. Es una operación fuera de mercado que se hace en interés de la economía de mercado. Se trata de restablecer una evaluación razonable de la deuda pública. Al hacer esto, el balance del banco central tiene necesariamente un impacto sobre las finanzas públicas puesto que refleja sus esfuerzos para rebajar el coste de la financiación del Estado.
- En el caso de la zona euro, la afirmación de que lo óptimo es «una política monetaria única para todos» (*one size fits all*) es verdaderamente inapropiada cuando observamos, por ejemplo, la situación de Alemania y la de España. Nos sumamos aquí a la crítica del grupo Padoa-Schioppa, que demuestra la imposibilidad con la que se encuentra el BCE para emprender una política que pueda ayudar a los ajustes macroeconómicos en los países de la zona euro.

- En la economía mundial, la afirmación de que los tipos de cambio flexibles permiten que las políticas monetarias tengan como único objetivo la estabilidad interna de los precios es continuamente desmentida por los hechos. Los tipos de cambio, como los precios de las materias primas, forman parte de las variables que alimentan la inestabilidad financiera e implican fuertes correlaciones entre las evoluciones macroeconómicas de los países, que pasan por los flujos de capitales que son influidos por las acciones de los bancos centrales de países con monedas convertibles. Es así cómo la política monetaria estadounidense ha desestabilizado a los países emergentes. La globalización financiera no puede proseguirse sin un esquema de cooperación monetaria que ponga el acento sobre las repercusiones entre países para neutralizarlas o al menos para suavizarlas.

Los bancos centrales deberían admitir que las crisis financieras tienen efectos a largo plazo y, por lo tanto, que la estabilidad financiera es parte integrante de la regulación monetaria. Hay que volver a pensar el contenido de su independencia en el seno de una doctrina que admita que el banco central juega un papel primordial en la gestión de los riesgos soberanos. Tiene que ser capaz de proteger, por consiguiente, la autonomía de los bancos centrales en un sistema institucional caracterizado por la preponderancia del hecho presupuestario, lo cual conduce a distinguir bien entre la independencia de medios y la independencia de objetivos. La primera es esencial para la credibilidad del banco central frente a las finanzas. La segunda no tiene razón de ser cuando se cuestiona la neutralidad de la moneda. Finalmente la interdependencia en el seno de una zona monetaria es primordial. Su principal medio es la solidaridad presupuestaria. Implica imperativamente una soberanía federal.

## **El BCE debe convertirse en un banco central de pleno ejercicio**

### *BCE y estabilidad financiera*

Hemos visto que, desde el principio de la crisis financiera, en agosto de 2007, el Banco Central Europeo tuvo que desviarse sistemáticamente de su misión para apoyar y a menudo para reemplazar a un mercado interbancario completamente paralizado. Esto no debería sorprendernos a la luz de las experiencias pasadas. Como ha señalado Charles Goodhart (2010), los bancos centrales no se han creado para fijar los tipos de interés de manera que se respete una meta de inflación. El Tesoro, o un comité independiente de política monetaria compuesto por «sabios», puede perfectamente encargarse de esta tarea, conforme a una función de reacción definida de manera que facilite una vuelta al equilibrio perturbado por los choques.

La función del banco central, la que nadie puede reemplazar, es proporcionar la liquidez última. En una economía con unas finanzas inestables, la gestión de la liquidez es absolutamente crítica e independiente de los tipos de interés oficiales. Esto se puede constatar cuando estos se topan con la barrera de los tipos nominales cero a corto plazo y se mantienen indefinidamente a este nivel para aplanar la curva de los tipos lo más posible. La acción de la política monetaria es cuantitativa y, por supuesto, plantea problemas de reparto, puesto que los mercados financieros no son económicamente eficientes y la moneda no es neutra.

Esto quiere decir que el principio que guía la acción del banco central debe ser la estabilidad financiera y que, en consecuencia, la separación de la política monetaria y las finanzas públicas no tiene sentido. El banco central interactúa necesariamente con la gestión de la deuda pública. El Banco de Inglaterra jugó ese papel durante tres siglos. Lo importante es la colaboración entre el banco central y el gobierno cuando la deuda está en una situación de fragilidad y los mercados financieros bajo presión. Se necesita una estrategia de consolidación a largo plazo que es responsabilidad del gobierno, combinada con una táctica de interacción con los mercados, en cuya aplicación el banco central tiene una innegable ventaja comparativa.

Ser responsable de la estabilidad financiera condujo al banco central a dirigir la política macroprudencial, por lo tanto, a ser el supervisor de los intermediarios financieros. Esto quiere decir ser el supervisor directo de entidades sistémicamente importantes, pero no necesariamente ser el supervisor directo de todos los bancos. El banco central debe estar en relación permanente con los demás supervisores de manera que pueda dar las directivas que se apliquen en todas partes y tener un acceso abierto a toda información susceptible de tener incidencia sistémica.

Un dispositivo de este tipo superaría el debate estéril entre los que quieren que el BCE supervise todos los bancos y los que en Alemania quieren que supervise sesenta bancos de los seis mil que hay en la zona euro. El verdadero problema es el vínculo entre una supervisión micro y macroprudencial. Esta última debe limitar, por una parte, el apalancamiento de los bancos en la fase expansiva del ciclo financiero, para impedir la escalada inestable del crédito en las fases de euforia especulativa de los mercados de activos y, por otra, detener las limitaciones prudenciales en la fase de desendeudamiento para suavizar los efectos traumáticos del retorno. Debe, por lo tanto, llevar una política contracíclica de control del crédito al sector privado, coordinando a los supervisores microprudenciales de manera que hagan evolucionar los ratios de Basilea III previstos a tal efecto no solamente en función de la situación financiera de los bancos, sino también de la dinámica agregada del crédito, la cual debe convertirse en parte integrante de la política monetaria. Cuando el banco central no supervise

directamente los bancos debe promover una comunicación en ambos sentidos, entre él y los supervisores sobre el terreno, sobre los indicadores micro y macroeconómicos del estrés y establecer relaciones entre ellos para poder detectar los síntomas avanzados de un riesgo sistémico. Por supuesto, el campo de investigación de la supervisión debe abarcar el *shadow banking*.

Esta coordinación le corresponde hacerla al consejo del riesgo sistémico. Este consejo, creado en Europa como consecuencia de las recomendaciones del informe de Larosière (2009), no es apenas eficaz si no se adquiere el principio de la supervisión bancaria centralizada. En efecto, el consejo reagrupa a una sesentena de agencias de supervisión que tienen, en cada país, puntos de vista muy diferentes sobre las exigencias de la supervisión y a las que sobre todo les preocupa proteger a sus propios bancos. Además, el campo de este consejo desborda ampliamente la zona euro. Lo mejor en este marco sería que la regulación macroprudencial se centralizara por el BCE y que la supervisión de los intermediarios financieros que no son transfronterizos sea efectuada por los bancos centrales nacionales. Como consecuencia, la totalidad de la supervisión bancaria no eludirá el sistema europeo de bancos centrales y la coordinación será mucho más fácil que si fuera necesario hacer que reguladores heteróclitos cooperaran. Desde el punto de vista de la doctrina, esto remite a abolir el principio, de origen monetarista, de la separación de la política monetaria y de la supervisión prudencial. Cae por su peso que si la estabilidad financiera es una misión primaria de los bancos centrales, como lo ha sido desde el siglo XIX, no puede separarse de la política monetaria.

### *BCE y deudas públicas*

Volvamos al vínculo entre el BCE y las deudas públicas en el contexto de la crisis de la zona euro. La fragmentación actual del sistema financiero por la negativa de prestar a la vez a los Estados y a los bancos de los países de Europa meridional es una señal de desagregación de la zona euro que culminará en la destrucción del euro si no se hace nada para detenerla. Todo el mundo debería comprender que los picos de los tipos de interés que han sufrido las deudas soberanas italiana y española apuntan a un problema agudo de liquidez que es responsabilidad del BCE. Tales distancias de tipos entre países (Alemania y Francia han podido emitir obligaciones a tipos actuariales negativos) son la prueba de una dislocación del mercado europeo de deudas soberanas que pone en peligro los dispositivos de rescate que se han elaborado hasta ahora. Unos tipos como los señalados arrastran a las economías española e italiana a un pozo depresivo. Pueden producirse quiebras en cadena que estarán muy por encima de la capacidad de los fondos de rescate, FESF y MED. *Sólo el BCE puede poner un techo a los*

*tipos de interés sobre las obligaciones soberanas para detener la fragmentación de las finanzas europeas.* Intervenir activamente sobre los mercados secundarios de títulos soberanos en dificultades es el primer y más importante protocolo para preservar la unidad del sistema financiero y, por lo tanto, para salvar el euro. Esta es la apuesta del programa OMT que antes hemos recordado y que se propone instaurar el BCE.

Para establecer un techo sobre los tipos de los bonos soberanos en un país particular, el BCE debe anunciar solemnemente que está dispuesto a comprar todos los títulos que salgan a la venta en el mercado secundario a tipos superiores al límite anunciado. Si este compromiso es firme, los inversores quedarán convencidos rápidamente y el banco central no tendrá que gastar demasiada liquidez para alcanzar su objetivo. Por otra parte, solo el anuncio de esta posibilidad provocó una bajada espectacular de los *spreads* en todos los países de Europa del sur a partir de septiembre de 2012.

La cuestión que persiste es la siguiente: ¿cómo fijar el techo? Aquí el BCE sigue mudo. Es de todo punto comprensible, porque esto forma parte de la ambigüedad constructiva que subyace en la función de prestamista en última instancia. Sin embargo, no está prohibido pensar en ello. Según la división del trabajo entre la estrategia del Estado y la táctica del banco central, el objetivo es crear las condiciones económicas que permitan a los países deudores emprender la consolidación de sus finanzas públicas a largo plazo, de manera que el proceso sea políticamente aceptable y económicamente practicable. La experiencia histórica nos enseña que no es razonable esperar que un país pueda sostener superávits primarios superiores al 3 por 100 del PIB durante muchos años. La presión que se ejerce sobre los ingresos prolonga el marasmo económico y el paro de larga duración, especialmente de los jóvenes, provoca tensiones sociales que alimentan movimientos populistas que conducen a la pérdida de credibilidad de la estrategia elegida. El límite del superávit primario se deriva del límite de la capacidad del Estado para exigir impuestos sin perder su legitimidad y del grado de libertad en la reducción de los gastos para no cuestionar los servicios públicos básicos. El así llamado plan de ayuda a Grecia impuesto por la «troika», por ejemplo, ha sobrepasado con mucho los límites de lo razonable.

Una vez reconocido el superávit primario incorporado en la política de consolidación, el tipo de interés máximo depende de la tasa de crecimiento alcanzable para que la deuda sea sostenible, como hemos mostrado en el capítulo 4. La política de crecimiento europeo que estudiaremos en el capítulo siguiente es, pues, un componente esencial de la consolidación de las finanzas públicas. Cuanto más ayude al Banco Central una política de crecimiento efectivamente implementada por los gobiernos europeos finalmente decididos a trabajar juntos, más márgenes de maniobra tendrá para desempeñar su papel táctico. El Banco Central puede determinar un

máximo calibrado a medida para cada país en dificultades simulando la evolución de la deuda en el tiempo para diferentes tasas de crecimiento, lo cual remite a diferenciar la política monetaria según los grados de exigencia sufridos por los países miembros en sus respectivos ajustes presupuestarios. *La diferenciación de la política monetaria es la herramienta de la unificación económica y financiera de la unión, mientras que el dogma de la política monetaria uniforme conduce a la destrucción de la misma.*

Es cierto que la argumentación teórica y práctica anterior concentra la atención sobre el problema político. Todo lo que acaba de ser dicho puede hacerse a corto plazo ante la perspectiva de la realización de la unión presupuestaria a largo plazo y solamente en esta perspectiva. El cambio de misión del BCE no puede hacerse si las demás instituciones permanecen inmutables. En el marco del tratado en vigor, el BCE es responsable de una política monetaria única. No tiene la libertad de coordinar sus intervenciones con los intereses contradictorios de los países miembros. No puede desempeñar el mandato de un banco central de pleno ejercicio y que el euro siga siendo una moneda incompleta. Las carencias de la cooperación intergubernamental no permiten que el BCE haga mucho más que ganar tiempo mediante sus aportaciones de liquidez a los bancos.

En efecto, las compras directas de deuda soberana chocan una y otra vez con el problema político. El BCE asume directamente el riesgo de crédito si compra las obligaciones soberanas. ¿Podría modular sus condiciones financieras según los Estados deudores o debería tratar a todos los socios en pie de igualdad? Si aplica las exigencias de garantía que impone a los bancos, los Estados deudores más débiles se verían desfavorecidos. Esto vaciaría las intervenciones del objetivo de hacer bajar masivamente los tipos de interés de los países atacados por los mercados. Sortear este problema mediante un estatuto de acreedor privilegiado podría provocar una reacción de los demás detentadores de la deuda, lo que elevaría el coste. Por eso el BCE renunció a un estatuto así en el marco de las *Outright Monetary Transactions* (OMT), contrariamente a sus intervenciones precedentes sobre los mercados de deudas públicas con motivo de la aplicación del *Securities Market Programme* (SMP). Finalmente, ¿quién recapitalizaría al BCE en caso de pérdidas sobre la deuda de un país frágil? Este no estaría en condiciones de hacerlo. Estatutariamente sería el conjunto de los accionistas, esto es, los Estados deberían recapitalizar al BCE en caso de pérdidas. Por eso el programa OMT está condicionado a una ayuda previa pedida por los países beneficiarios y que implica compromisos pilotados por el Mecanismo Europeo de Estabilidad para esos países.

La reforma del mandato del BCE es indispensable en el seno de una transformación de las instituciones políticas que culmine en el establecimiento de un Tesoro federal. Son necesarios los recursos de un presupuesto común

suficiente, de una capacidad de endeudamiento de la unión y las transferencias internas entre países para que el BCE adquiera la capacidad de monetizar la deuda como lo hace cualquier banco central de un país soberano. La realización de la unión bancaria, que el Consejo Europeo del 29 de junio de 2012 ha reconocido que es indispensable, es una primera etapa en este camino.

### 3. Atreverse a la unión bancaria

La expresión «unión bancaria» se ha puesto repentinamente de moda. Ha surgido después de que el Consejo Europeo del 23 de mayo de 2012 haya pedido al presidente Van Rompuy que reúna a un grupo de alto nivel para ver cómo se podría fortalecer la unión económica para hacerla compatible con la unión monetaria. Han hecho falta dos años de crisis ininterrumpida para que los dirigentes europeos hayan empezado a percibir su error de diagnóstico. Obnubilados por la crisis presupuestaria, se negaban obstinadamente hasta ahora a ver que la zona euro estaba minada por una crisis bancaria y por una crisis de balanza de pagos. Ha hecho falta que se desencadene la presión financiera sobre España, país que no tenía ningún problema presupuestario antes de la crisis, para que se dieran cuenta de que la crisis era mucho más grave que un problema de finanzas públicas.

Los flujos de capitales interbancarios, zócalo de la integración financiera europea, han dejado de financiar a los países deficitarios. Esta paralización de la circulación de los capitales conduce inevitablemente a una crisis de la balanza de pago en estos países. La fragmentación del sistema está en marcha. Se ha logrado un *tour de force*. La Europa de Maastricht, tan orgullosa de sus instituciones, se encuentra en la misma situación de la crisis bancaria internacional que estalló en agosto de 1982 ante la incapacidad de México de saldar su deuda en dólares. El resultado fue una década de miseria en América Latina porque los dirigentes políticos de los países acreedores buscaron proteger sus bancos en detrimento de los países deudores. Nada mejor que esa actitud de los países acreedores, negándose a reconocer su responsabilidad en los desequilibrios de la balanza de pagos e intentando repercutir los costes sobre los países deudores, para provocar la desintegración de un sistema internacional. En este caso, las instituciones financieras europeas pretenden reestructurar sus balances en virtud de criterios nacionales, ajustando sus posiciones de activo y de pasivo frente a sus contrapartes extranjeras de forma que se eliminen sus posiciones crediticias netas. Cuando este proceso haya avanzado suficientemente, la disolución de la zona euro será posible minimizando el caos financiero<sup>1</sup>. En

---

<sup>1</sup> Afortunadamente, el anuncio de Mario Draghi de hacer todo lo que sea necesario para salvar la zona euro ha provocado una tímida vuelta de los capitales hacia los países que estos habían abandonado hasta agosto de 2012.

cualquier caso, la ruptura de la zona euro dejaría un coste político gigantesco, alimentado por el crédito irrecuperable de los Estados y de los bancos centrales de los países acreedores sobre los países deudores. Los litigios financieros envenenarían las relaciones entre Estados durante mucho tiempo y la carrera por las devaluaciones competitivas devolvería Europa a lo que fue hace cuarenta años. Habría que concebir de nuevo un sistema de cambios del tipo del SME (Sistema Monetario Europeo) en el ciclo sin fin de los avances y retrocesos que es propio de la cooperación intergubernamental.

Por esto, quienes creen que la completitud del euro es indispensable para que la construcción europea franquee una etapa decisiva piensan que lo más importante, con diferencia, es hacer una unión bancaria «aquí y ahora». El problema es tanto más complejo cuanto que a la vez es preciso romper inmediatamente la interacción viciosa entre crisis bancaria y crisis de la deuda soberana en el marco de los actuales tratados y encarrilar el proceso institucional que conduzca a una unión bancaria adecuada.

Una unión bancaria debe englobar a escala de la zona euro, en un esquema completo, articulado y centralizado, el conjunto de los dispositivos de lo que se ha acordado denominar la política bancaria: reglamentación, supervisión, garantía de los depósitos y resolución de las quiebras bancarias. Una contribución colectiva sobre este tema con la que estamos mayoritariamente de acuerdo es la de J. Pisany-Ferry *et al.* (2012). En cualquier caso, consideramos que la unión bancaria concierne exclusivamente a la zona euro, porque su realización forma parte de una moneda completa. No consideramos pertinente el estudio de las complejidades inextricables que se presentarían a la hora de fabricar una unión bancaria en ese conglomerado heteróclito de países que llamamos Unión Europea y que no es sino un espacio de libre circulación de mercancías, individuos y capitales.

Todos los atributos de una unión bancaria han de reformarse o fabricarse, porque la manera en la que los países europeos han gestionado la crisis financiera a partir del otoño de 2008 ha tenido demasiados fallos. En lugar de crear un banco malo para extraer los activos tóxicos de los bancos, de deshacerse de los directivos que han acumulado pérdidas insensatas por su avidez de lucro, de recapitalizar y nacionalizar los bancos para reestructurarlos, las autoridades prudenciales y, en último término, los gobiernos se han complacido en la laxitud y la indulgencia (*forbearance*). A partir de octubre de 2008, las autoridades alemanas proclamaron que el control bancario era una prerrogativa nacional e inmediatamente suspendieron la contabilidad adecuada al principio del valor de mercado para esconder las pérdidas de los bancos. En España (las Cajas), en Bélgica (Fortis y Dexia), en Alemania (Hypo Real Estate), en Francia (Natixis) y en los Países Bajos (ABN Amro), los bancos de

inversión fueron autorizados a continuar con sus actividades como si nada tuvieran que ver las ayudas estatales o las subvenciones implícitas y forzadas de los depositantes. Dexia recibió un trato tal que las pérdidas se maximizaron. Los bancos alemanes de los *Länder* tienen aún pérdidas latentes importantes procedentes de créditos inmobiliarios titularizados. Cuando la crisis europea se intensificó en agosto de 2011, la directora del FMI advirtió que los bancos europeos estaban gravemente subcapitalizados, provocando una negación indignada, no solamente del grupo de presión bancario, sino también de la Comisión Europea. Ha sido necesario que los bancos amaguen un *credit crunch* en noviembre de 2011 para que la EPA se digna a hacer unos test de estrés mucho más serios que los anteriores, como ya vimos en el capítulo 4.

Es pues evidente que el sacrosanto principio de subsidiariedad debe ceder para que se establezca en Europa un control prudencial digno de ese nombre, porque ese principio ha producido un *patchwork* de agencias de supervisión, cada una de ellas celosa de sus prerrogativas, hostil a la hora de proporcionar información a sus colegas y más inclinada a proteger a sus grandes bancos nacionales que a desenmascarar la excesiva asunción de riesgos y la fragilidad financiera. El informe de Larosière señaló los fallos de este dispositivo y propuso autoridades europeas de supervisión: la European Banking Authority (EBA) para los bancos, la European Securities and Market Authority (ESMA) para los mercados financieros y la European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA) para los seguros y los fondos de pensiones. Pero su preocupación abarcaba Europa entera y se inscribía en las recomendaciones del G20. Esta reforma se limitaba a coordinar a los supervisores nacionales en el mayor grado posible sin quitarles la menor prerrogativa. Se trata ahora de trasladar el control prudencial de los bancos de la zona euro del ámbito nacional al de esta última, ámbito sin embargo todavía inexistente en este dominio, en lo que atañe a la supervisión, la garantía de los depósitos y la resolución de las quiebras bancarias.

### **El BCE es el supervisor natural de los intermediarios financieros sistémicos**

Históricamente los bancos centrales han adquirido competencia y autoridad para supervisar a los bancos como un subproducto de su función de prestamista en última instancia. El Banco de Inglaterra se convirtió en el banco de bancos a partir de 1873 como prolongación de la regla de Bagehot que requiere saber distinguir entre bancos sin liquidez y bancos insolventes. El vínculo es casi inmediato. Si el banco central es responsable de la estabilidad financiera porque es el único proveedor de la liquidez última, debe estar en condiciones de percibir dónde se sitúan los eslabones débiles del sistema financiero. ¿Qué institución que no sea el banco central tiene un conocimiento de los compromisos de contrapartida que producen el riesgo sistémico?

En cualquier caso el sentido común fue desterrado al inicio de la década de 1980 por la contrarrevolución ultraconservadora. Entonces se puso de moda en el mundo académico suponer que el banco central no tiene nada que ver con la estabilidad financiera. Bajo la influencia de los países anglosajones, que habían adoptado por completo esta ideología, la reducción de la política monetaria a la realización de una norma de inflación (*inflation targeting*) se impuso, aunque en Estados Unidos estaba modulada por la misión de mantener el pleno empleo. En cuanto a la estabilidad financiera, la doctrina Greenspan del *risk management* nunca penetró en Europa. Cuando el Tratado de Maastricht creó la unión monetaria, el Instituto Monetario Europeo, encargado de concebir los medios de acción del futuro Banco Central Europeo y de reflexionar sobre los canales de transmisión de la política monetaria, pensó el BCE sobre el modelo del Bundesbank. Pero se trataba del Bundesbank anterior a la globalización financiera, la unificación alemana y la crisis bancaria alemana de 2002-2003. Era un universo en el que la compatibilidad entre la estabilidad de los precios y la estabilidad financiera se realizaba gracias al ordoliberalismo, es decir, a la influencia del Bundesbank sobre las negociaciones que culminaban en la formación de los salarios y los precios y a un sistema financiero en el que era predominante el control de los bancos alemanes sobre la propiedad de las empresas.

El BCE nunca ha funcionado en un universo así porque el espacio del euro cubre un conjunto de países completamente heterogéneo y porque el mercado único de los servicios financieros abrió el espacio financiero europeo a la globalización. Hizo falta dotar al BCE de herramientas institucionales de orden prudencial que nunca necesitó el Bundesbank en los tiempos de su esplendor, porque toda la sociedad de Alemania Federal rendía culto a la estabilidad. Pero, en lugar de profundizar en las reformas institucionales que requería la unión monetaria, los gobiernos congelaron todo avance posterior, especialmente sobre los vínculos cruciales entre presupuestos y moneda. La única solución era entonces sacralizar el banco central dentro de una definición estrecha de la política monetaria para preservar su independencia de institución federal. Así fue como se convirtió en la entidad que buscaba una regla de estabilidad para una economía mítica fingiendo que era buena para todos. No solamente permaneció ajeno a la supervisión financiera, sino que tampoco se creó ninguna otra institución europea para asumirla.

La crisis ha revelado el desierto en el que se encontraba la supervisión de las finanzas europeas, al tiempo que ha barrido los pseudoargumentos que mantenían al BCE al margen y que se apoyaban esencialmente sobre un supuesto conflicto de intereses entre la política monetaria y la supervisión bancaria. Como ya hemos tenido ocasión de insistir antes, eso es confundir dos dimensiones diferentes de la política prudencial:

la dimensión macro y la dimensión micro. La política macroprudencial está indisolublemente ligada a la política monetaria, puesto que se ocupa del control del crédito agregado al sector privado vía el potencial de apalancamiento de los bancos y de los no bancos con incidencia sistémica (*shadow banks*). La responsabilidad última de esta política es un consejo de riesgo sistémico, pero la puesta en marcha operativa le corresponde en primer lugar al banco central. Por el contrario, la supervisión microprudencial es un ingrediente esencial tanto de los fondos de garantía de depósitos para los bancos comerciales como de la instancia responsable de la resolución de las crisis bancarias. El banco central debe trabajar en buen entendimiento con estas instituciones con vistas a los posibles incidentes sistémicos de quiebras bancarias particulares, pero la responsabilidad directa de la supervisión microprudencial puede asignarse a estas nuevas instancias que definiremos más adelante. Lo esencial es que esta responsabilidad se ejerza a escala europea, aunque las agencias nacionales participen en su realización práctica. Por otra parte, como el banco central en Europa es un sistema europeo de bancos centrales es del todo posible que el Banco Central Europeo supervise a los bancos transfronterizos y que los bancos centrales nacionales supervisen a los bancos de envergadura nacional bajo la autoridad del BCE.

### **La unión bancaria depende de manera crucial de un sistema único de garantía de depósitos**

*El vínculo entre control prudencial de los bancos y garantía de los depósitos*

El sistema de pagos es el bien colectivo que vincula a todos los usuarios de una moneda. Por eso este sistema se centra en el banco central, emisor del medio último de pago. Puesto que los depósitos bancarios constituyen la fuente de medios de pago más empleados, su convertibilidad en la forma última de la liquidez que es la moneda de curso legal debe ser incondicional. No se puede pretender que el euro es una moneda completa si los ciudadanos de los países que comparten su uso no se benefician de la misma protección de sus depósitos.

Ahora bien, en el estado actual de la unión monetaria esta condición está muy lejos de cumplirse. La garantía de los depósitos es una mezcla heteroclita de disposiciones *ad hoc* adoptadas por los diferentes países. Algunos sistemas de garantía sencillamente no están dotados financieramente. Otros carecen de fondos para asegurar la suma de los depósitos que pretenden garantizar, sin hablar de la cobertura de los costes de resolución de las quiebras bancarias. En una situación tan calamitosa no es sorprendente que los depósitos huyan de los países en los que los bancos atraviesan

problemas, allí donde los sistemas en vigor son menos capaces de asegurar a los depositantes. Dado que las fugas de depósitos destruyen inadvertidamente la integración financiera y pueden transformarse en pánicos bancarios, unificar los esquemas de garantía de depósitos es algo crucial.

La garantía de depósitos atañe a la tenencia de instrumentos monetarios que ella hace equivalentes, lo cual preserva la integridad del sistema de pagos al detalle, por ello el esquema integrado y unificado de garantía no tiene ninguna razón para ser paneuropeo, debe cubrir toda la zona euro y limitarse a la zona euro. Por otra parte, el gobierno británico desea ante todo no participar en un sistema de este tipo, que mutualizaría el riesgo bancario de todos los países participantes.

El esquema debe concebirse, por lo tanto, de forma que se comparta en común el riesgo de destrucción de los depósitos en caso de quiebra bancaria entre todos los países que emplean el euro. Debe financiarse mediante una contribución sobre los bancos, es decir, una prima de seguro ingresada periódicamente en el fondo de garantía. En efecto, son los bancos quienes se benefician del respaldo que el banco central aporta a los sistemas de pago por ser el órgano de compensación del sistema de pagos interbancarios, lo cual constituye la clave de bóveda del conjunto de los sistemas de pago interconectados en el espacio de uso de la moneda. Las primas deben calcularse de forma que los recursos del fondo sean capaces de asegurar en su integridad hasta 100.000 euros de depósito por cuenta más los gastos de resolución de las quiebras bancarias. Por eso el fondo de garantía debe estar estrechamente ligado a la institución responsable de la resolución de las quiebras bancarias. Los dos organismos recurren a la misma información sobre los bancos, que depende de la supervisión microeconómica que determina los indicadores de fragilidad de los bancos individuales. En efecto, para combatir el riesgo moral la prima del seguro que paguen los bancos debe calcularse según una función creciente de la fragilidad bancaria.

Este vínculo entre la garantía de los depósitos y el control prudencial de los bancos es esencial. ¿Qué organización podrá tejerlo con la mayor eficacia posible dentro de la zona euro? Siempre con la intención de respetar el famoso principio de subsidiariedad, J. Pisani-Ferry *et al.* (2012) plantean que los esquemas de garantía de depósitos sigan siendo nacionales, pero estén reasegurados por un Fondo de Reaseguro Central de la zona euro. Tendríamos así un sistema a dos niveles, lo que tiene el inconveniente de dejar la supervisión microeconómica en el nivel nacional. Por supuesto, sería necesario que todos los esquemas nacionales respetasen los mismos principios en términos de la suma de los depósitos asegurados y en términos del cálculo de la prima. La otra posibilidad, análoga al sistema estadounidense, es centralizar la garantía de los depósitos en una única

institución federal que sea a la vez responsable de la resolución de las crisis bancarias. El vínculo orgánico entre fondo de garantía y control prudencial sería entonces el más estrecho posible.

### *De nuevo la experiencia estadounidense*

Resulta esencial por supuesto que los medios de la institución, sus responsables y los poderes que se le deleguen se definan claramente por una autoridad democrática federal. La experiencia estadounidense es especialmente interesante porque en esta materia aboga por la centralización en conformidad con el principio de subsidiariedad. En efecto, la subsidiariedad no es la obligación de conservar los poderes en el nivel más bajo. Es la adecuación exacta de los medios y los fines. Si, en lo que respecta a la zona euro, para un ámbito determinado es perjudicial para el interés general conservar una parte de esos poderes en los Estados, resulta entonces necesario que la totalidad de estos se centralicen y en este caso la subsidiariedad exige la centralización.

El fondo de garantía de depósitos llamado Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) se creó mediante la *Banking Act* de 1933 para aplicar las lecciones de la gran crisis financiera de 1929-1933. Los poderes efectivos de control prudencial de los bancos regionales y de las cajas de ahorro se cedieron, sin embargo, a los Estados, es decir, a los políticos locales, los cuales por supuesto intentaron influir en la financiación de la vivienda y en las inversiones de las colectividades locales según sus intereses electorales. Mientras los tipos de interés siguieron bajo el control de un sistema bancario en gran parte administrado por la Reserva Federal, las tendencias al exceso de crédito se contuvieron. El ciclo inmobiliario propio de la economía estadounidense marcaba el ritmo de la coyuntura sin grandes catástrofes financieras. Todo cambió en la década de 1970 en la que la aceleración de la inflación propició la proliferación de la desintermediación financiera con el auge de los fondos de inversión, libres para atraer el ahorro gracias a tipos de interés que incorporaban las expectativas inflacionistas, mientras que los tipos sobre los depósitos permanecían administrados. Cuando Paul Volcker decidió golpear con fuerza a la inflación en octubre de 1979, provocando la duplicación de los tipos de mercado, la hemorragia de depósitos resultó insoportable y desencadenó una grave crisis bancaria en 1980-1982. La abolición de la reglamentación de todos los tipos de interés fue la consecuencia de esta crisis.

Fue, por lo tanto, una crisis del pasivo bancario. La siguiente, en 1989-1991 fue una crisis del activo bancario. Beneficiándose de la liberalización financiera, los intermediarios financieros locales prestaron a diestro y siniestro para financiar una nueva ola de especulación inmobiliaria,

desencadenando una burbuja especulativa aguijoneada por las peticiones de los políticos locales. Esta burbuja implicó el resurgimiento de la inflación que decidió a la Fed a subir con decisión los tipos de interés, lo que supuso a su vez el hundimiento de los precios inmobiliarios. Numerosos préstamos pasaron a ser de dudoso cobro mientras que el coste marginal de la financiación en el mercado monetario se hizo prohibitivo, lo cual provocó una hecatombe entre las cajas de ahorro locales. Los fondos de garantía no pudieron hacer frente a los costes de los seguros, de tal forma que el Tesoro federal tuvo que intervenir. La crisis adoptó un tono político vehemente y suscitó drásticos proyectos de reforma.

El resultado de la efervescencia política fue el voto para la aprobación de la *Federal Deposit Insurance Act* de 1991, que centralizó efectivamente la supervisión bajo el control de la FDIC. Se introdujo un fuerte vínculo entre la garantía de los depósitos y la supervisión de los bancos regionales y las cajas de ahorro. El Congreso entregó todos los poderes a la FDIC para cumplir esta tarea, pero le impuso la obligación de un resultado: minimizar el coste de las resoluciones bancarias para los contribuyentes. Para lograr este objetivo, la supervisión se codificó mediante un procedimiento de acción correctiva precoz (*prompt corrective action*). Se evaluó a los bancos según indicadores sencillos y directamente observables en sus balances para evitar cualquier manipulación, contrariamente a la maraña complicada e ineficaz de Basilea, que Estados Unidos no aplica a sus bancos con la excepción de un puñado de bancos internacionales. El fin de la acción correctiva precoz es detectar cualquier deterioro de la situación financiera lo antes posible y forzar a la dirección de los bancos a tomar las medidas de gestión adecuadas para reconducirla. Se definen tramos en el valor de un ratio sencillo (fondos propios/activo total). Si la situación del banco se deteriora y la entidad se sitúa en un tramo inferior, se desencadenan medidas correctivas que la dirección de la misma debe cumplir: prohibición de dividendos, ventas de activos, restricción de las actividades de riesgos, etc. Si estas medidas no bastan, la FDIC tiene poder para asumir la administración del banco y resolver su quiebra antes de que el valor neto se vuelva negativo, de forma que los fondos propios sean suficientes para absorber las pérdidas. Cuando esto se produce, los administradores de la FDIC ocupan la dirección del banco en lugar de los antiguos gestores, que son despedidos. Si el banco no se liquida, se revende una vez reestructurado.

Este procedimiento se ha demostrado eficaz en relación con su fin de defender el dinero de los contribuyentes. En efecto, durante la crisis financiera de 2007-2008 la FDIC ha reestructurado o cerrado cientos de bancos sin mayor drama y, sobre todo, sin que el fondo de garantía corra el peligro de secarse.

Está claro que es la mejor organización. Logra la indispensable centralización a la vez que responsabiliza a todo el mundo. La zona euro debe crear un fondo de garantía de este tipo, directamente asociado a la institución de supervisión y de resolución bajo la égida del Parlamento europeo. Esta institución debería ser investida con la responsabilidad de ejecutar la acción correctora precoz sobre todo banco de la zona euro cuyas condiciones objetivas de explotación lo justifiquen y esto sin ninguna posibilidad de interferencia por parte de los gobiernos nacionales.

Si se creara una institución de este tipo, que podríamos llamar EuroFDIC, y se asociara a una reestructuración del sistema bancario europeo que separara la banca minorista de las actividades de la banca de negocios en la zona euro, ya se habría hecho mucho para volver a poner al sistema bancario al servicio de la financiación de la economía en unas condiciones de seguridad aceptables.

Queda una última y espinosa cuestión: la incidencia presupuestaria. El sistema aquí definido es robusto a la hora de tratar las quiebras de bancos individuales en las mejores condiciones de seguridad, puesto que impide que la situación de deterioro de un banco contamine a otros por causa de la dejadez del supervisor. Pero puede quedar anegado por una crisis sistémica desencadenada por el desorden de una gran parte del conjunto de los mercados financieros. En ese caso el fondo de garantía puede encontrarse con reservas insuficientes. Este riesgo es mucho más probable en Europa, puesto que los sistemas bancarios están mucho más concentrados y ostentan una parte mucho más importante de activos financieros del sector privado que en Estados Unidos.

Es necesario, pues, que los recursos presupuestarios centralizados estén disponibles para satisfacer los compromisos contingentes de los fondos de garantía. *No puede haber unión bancaria sin una dimensión de unión presupuestaria, por lo tanto, sin un Tesoro federal.* En el marco de la futura constitución que instituya la unión presupuestaria, el Tesoro federal es una entidad presupuestaria que debe tener una capacidad contingente limitada para recaudar un impuesto directamente europeo y autorizado por decisión del Parlamento europeo conformado por los países pertenecientes a la zona euro. Esto es más seguro y eficaz que un acuerdo *a priori* sobre el reparto de los costes (*burden sharing*) entre los Estados miembros, un acuerdo que siempre puede denunciar cualquiera de ellos, dado que conservan el poder de decisión sobre su participación. Una vez más la cooperación intergubernamental es el régimen político que peor se adapta a la gobernanza de una unión monetaria.

## Centralizar la resolución de las quiebras bancarias y hacer que los bancos se concentren en su oficio

Acabamos de mostrar el estrecho vínculo existente entre la garantía de los depósitos y la supervisión bancaria en un procedimiento de acción correctiva precoz. ¿Qué entidad debe ser la autoridad de resolución en la zona euro y qué principio debe ser aplicado aquí?

El cambio debe ser tan radical como en los demás segmentos de la regulación prudencial, porque la heterogeneidad y la incoherencia se extienden desde la supervisión hasta la resolución de las crisis bancarias. Los marcos jurídicos y los poderes de las autoridades prudenciales nacionales son extremadamente diferentes de un país a otro. Los casos Fortis y Dexia han dejado en evidencia hasta qué punto eran inoperantes las reglas establecidas para determinar quién es el responsable en el caso de las quiebras transfronterizas, los denominados procedimientos de Lamfalussy. Las garantías incondicionales y las ayudas financieras enormes que los gobiernos concedieron a los bancos en el otoño de 2008 indignaron a las poblaciones. Por otra parte, el rescate indiscriminado de los bancos europeos (*blanket bail-out*) no es únicamente inadmisibile en el plano ético, sino que se encuentra también en total contradicción con ese *laissez faire* del que se enorgullecen los gobiernos europeos. Se trata de una cuestión fundamental de principios.

En efecto, el principio mejor establecido de la economía de mercado es que no puede funcionar correctamente si la amenaza de quiebra no es real para todos los actores privados. Es la condición primera y más importante para que la competencia sea un criterio de eficacia social. Si un sector entero, el sector bancario en este caso, sabe que está protegido de esta amenaza por un rescate en bruto, este sector convierte necesariamente en rehenes a los gobiernos y a los bancos centrales. Como ha demostrado la crisis reciente, se concentra aún más para que los miembros del oligopolio bancario sean demasiado grandes como para poder quebrar (*too big to fail*). La enorme renta que este oligopolio cobra a la sociedad le sirve para adquirir una influencia política decisiva para su actividad de presión en tanto que grupo organizado, que dicta las reglas prudenciales en el sentido de sus intereses. No queda entonces únicamente ahogada la eficacia económica, sino que ello supone básicamente una burla para la democracia. Una vez que el sector financiero ha adquirido una importancia desmesurada, las democracias occidentales se ven arrastradas a una peligrosa deriva a la cual es vital poner fin.

Ahora bien, frente a esta cuestión, el principio de subsidiariedad en su interpretación thatcheriana ha sido especialmente nefasto. Han hecho falta

cuatro años de pérdidas y de degradación de la calificación bancaria y que el sistema bancario español ponga en peligro las finanzas de toda Europa para que los líderes políticos reconozcan con la boca pequeña que el *statu quo* ya no es viable.

Los bancos deben pues ser reubicados en un conjunto de reglas y de procedimientos de control que erradiquen el síndrome del *too big to fail*. Estas reglas deberán ser uniformes para toda la zona euro y ejecutarse por una autoridad central con un mandato, poderes y recursos para resolver las quiebras bancarias sin excepción alguna. El Mecanismo Europeo de Estabilidad (MES) puede transformarse en una autoridad así, o bien podría tratarse de una institución totalmente nueva. El proceso de resolución debe inscribirse en la prolongación de la acción correctiva precoz; de ahí el vínculo orgánico entre la institución de la resolución bancaria y el fondo de garantía de los depósitos.

En cuanto al modo mismo de resolución debe ante todo implicar a los acreedores de los bancos. El *bail in*, es decir, la absorción de pérdidas por aquellos que poseen los medios de controlar los bancos y cuya negligencia ante la búsqueda de tasas de rentabilidad absurdamente elevadas ha contribuido a la deriva del endeudamiento, debe reemplazar al *bail out*, es decir, al rescate por parte de los depositantes o de los contribuyentes. Para conseguir esto, las obligaciones no garantizadas deberían poderse transformar en acciones por la decisión de la institución de resolución sin apelación jurídica posible.

El otro dispositivo operativo necesario para la eficacia de una resolución de quiebra bancaria es una simplificación de las estructuras bancarias y una información completa que se proporcione a la autoridad de resolución sobre el estado de sus posiciones frente a las contrapartidas. Los bancos deberían entregar testamentos (*living wills*) que permitan que se ejecute la resolución urgentemente con el menor coste posible para la sociedad. La autoridad de resolución debe calibrar con la mínima incertidumbre lo que debe ser liquidado, lo que debe recomponerse mediante la venta a otros bancos y lo que debe consolidarse para operar de manera autónoma. Para hacer esto es preciso reflexionar previamente en profundidad sobre los costes sociales de esos conglomerados para todo en los que se han convertido los bancos gigantes. De un escándalo al siguiente, podemos observar hasta qué punto estas estructuras se han vuelto ingobernables. Hay que definir una doctrina de separación de la banca comercial y de la banca de inversión. El informe de Liikanen (2012) es un punto de partida para producir una directiva adaptada a la situación europea.

La propuesta que guía el informe consiste en separar las actividades de inversión en el interior de los bancos universales, que se convertirían

en *holdings* bancarios. Esta separación debería ser jurídica, de capital y extenderse a la financiación de las actividades de inversión. Inspirándose en los avances que se han hecho en Estados Unidos (regla de Volcker) y en Gran Bretaña (informe de Vickers), la propuesta del informe de Liikanen se adapta a la estructura histórica de los bancos universales europeos. La agenda que propone el grupo de Liikanen debe incluirse en el establecimiento de las distintas fases de la unión bancaria. Habrá que contar con que los grupos de presión franceses y alemanes tratarán de sabotear la reforma, como ya es habitual<sup>2</sup>. Sin embargo, la dirección de la reforma se inscribe en el movimiento que pretende poner a los bancos de nuevo al servicio de la economía. Hay que hacer todo lo posible para reducir mucho las actividades de mercado de los bancos, más allá de las que son útiles para la financiación de la economía.

La comisión de Liikanen propone que todas las actividades de negociación de títulos (*trading*), los préstamos y exposiciones a los *hedge funds*, incluyendo el suministro de apalancamiento y de servicios anejos (*prime brokerage*), así como la exposición a la *private equity* se efectúen en el seno de una entidad jurídicamente separada de la banca comercial (*deposit bank*) que se denomine *trading entity*. En cualquier caso, se fijan unos umbrales por debajo de los cuales no se exige la separación. Sería el caso si el total de los activos que responden a esta definición representa un peso limitado del total del balance del grupo bancario (umbral que tendrá que definir la Comisión Europea). Es también el caso si los activos de *trading* y los activos disponibles a la venta representan menos de 100 millardos de euros o menos del 15-25 por 100 del total del balance del grupo bancario.

El informe de Liikanen ha querido conservar la banca de financiación. La mayor parte de la cartera de préstamos a las empresas, incluidos los préstamos estructurados, puede quedarse dentro de la banca comercial. Los depósitos de la clientela deben quedarse también con la condición de que se beneficien de un mecanismo de garantía. Es también el caso de las actividades de emisión de títulos por cuenta de las empresas (*securities underwriting*) y de determinados instrumentos de mercado (opciones y *swaps* de interés y de cambio) por cuenta de los clientes con la condición de que estos instrumentos sirvan con fines de cobertura. El informe permite también el empleo de derivados en el marco de la gestión activos/pasivos del banco comercial, así como la compraventa de activos para la gestión de tesorería, pero quiere impedir cualquier *trading* por cuenta propia para la banca comercial.

---

<sup>2</sup> La forma en la que el grupo de presión bancario francés ha manipulado al gobierno para vaciar de antemano la directiva futura de la Comisión dictando una separación inoperante entre «actividades útiles» y «actividades especulativas» es una ilustración de sus procedimientos.

Para que la separación entre la banca comercial y la *trading entity* sea eficaz, las transferencias de activos y de efectivo no deben nunca superar el límite reglamentario de exposición sobre una contrapartida bancaria externa, es decir, el 25 por 100 del capital de la banca comercial. En ningún caso una *trading entity* en crisis debe rescatarse mediante la aportación de fondos procedentes de la banca comercial poniendo a esta en peligro. Este es el punto crucial. Se trata de poner fin a que los depositantes subvencionen las pérdidas de las actividades de financiación e inversión de los bancos universales europeos. De aquí se sigue que el riesgo de estas entidades de *trading* aparecerá finalmente como lo que es, es decir, mucho más elevado que cuando estaba camuflado tras la banca universal. La verdad de los precios debería forzar a las entidades ya separadas a soportar costes de financiación más elevados y aumentar su solvencia y su liquidez. Es de esperar que la reducción del apalancamiento junto con la limitación de los bonus reduzca sensiblemente las actividades de mercado más nocivas. Hace falta también que la Comisión Europea pueda resistir ante las maniobras de los gobiernos alemán y francés, que van a respaldar a sus grupos de presión bancarios e intentar edulcorar la directiva propuesta.

### ¿Cómo plantear la transición?

La reforma institucional para establecer la unión bancaria plena y completa exige tiempo, pero quebrar, por una parte, la interdependencia mortal entre crisis soberana y crisis bancaria y, por otra parte, detener la fuga de los depósitos son acciones inmediatas. Es necesario pues que los gobiernos acuerden declarar solemnemente que la unión bancaria es una necesidad irreversible y que está íntimamente ligada a la unión presupuestaria. Son los dos pilares de la integridad del euro. No hay que dejar resquicios de duda sobre la voluntad de conservarla de todos los gobernantes.

Una vez hecho esto, la transición hacia la unión bancaria debe emprenderse inmediatamente para resolver los problemas urgentes. De la misma manera que se preparó la unión monetaria por medio de una institución transitoria, el Instituto Monetario Europeo, y que nosotros preconizamos un instituto presupuestario europeo para preparar la unión presupuestaria, J. Pisany-Ferry *et al.* (2012) proponen la creación de una entidad europea de resolución bancaria que nosotros suscribimos también. Tendría un papel análogo a la Swedish Bank Support Authority, establecida a principios de la década de 1990 para discernir los problemas de la crisis bancaria sueca. Esta entidad deberá trabajar en estrecha colaboración con el BCE que ha sido designado como el supervisor europeo por el Consejo Europeo de octubre de 2012.

Deberán adoptarse legislaciones urgentes en todos los países de la zona euro para reconocer esta institución internacional y otorgarle el derecho a un acceso completo a todas las informaciones internas de los bancos. Estas legislaciones deberían también abrir la posibilidad de imponer pérdidas a los acreedores privados de los bancos en todos los países.

La primera tarea de la pareja formada por el BCE y la entidad intermediaria es realizar una evaluación rigurosa y completa de las situaciones financieras de los bancos de la zona euro. Se trata de determinar las necesidades de capital para consolidar, de una vez por todas, el sistema bancario de forma que se ponga punto y final a las recurrentes crisis de confianza. El papel del BCE es esencial porque estas evaluaciones deberían sacarse de la responsabilidad de los supervisores nacionales, que tienen todo el interés en esquivar las informaciones sensibles para ocultar las pérdidas de los bancos esperando que estas sean mutualizadas en un futuro inmediato.

La evaluación de los activos negociables de los bancos, especialmente los títulos soberanos que posean, no debe hacerse sistemáticamente por el valor de mercado, puesto que está totalmente sesgado por la falta de liquidez de los mercados secundarios de los países en crisis.

Vemos claramente el vínculo estrecho existente entre las medidas de urgencia en el ámbito bancario y en el ámbito presupuestario. La evaluación del activo de los bancos en deuda pública debe ser coherente con las medidas que el BCE deberá tomar para limitar los tipos de interés sobre los mercados secundarios de deuda pública. La evaluación de referencia debe conformarse a la dinámica de largo plazo de la deuda pública que hemos examinado en el capítulo 4.

La evaluación rigurosa y completa de las situaciones financieras de los bancos determinará las necesidades de capital que deberán cubrir obligatoriamente. Corresponderá a su vez a las autoridades nacionales hacer respetar este imperativo bajo el control de la entidad temporal de resolución. Los acreedores privados deberán participar en la reestructuración de los bancos técnicamente insolventes. Los bancos que no puedan hacer frente a la recapitalización deberán nacionalizarse temporalmente. Los Estados cuyos presupuestos no puedan soportar el coste presupuestario de la recapitalización deberán recurrir al MES.

Para detener la fuga de depósitos, todos los sistemas nacionales de garantía de depósitos deberán ponerse al mismo nivel de protección de los depositarios. Los países que no puedan asumir la carga presupuestaria contingente son los mismos que hoy en día se encuentran bajo la tutela del mecanismo de rescate del FEEF/MES o que deberían entrar en él lo más rápido posible, es decir, España. Para dotar de mayor seguridad al mecanismo y para mostrar la voluntad de construir un sistema integrado de

garantía de depósitos, podría establecerse un proceso formal de reaseguramiento con el MES, con la condición de que toda petición suplementaria elevaría la prima que pagan los bancos concernidos.

#### 4. Instituir la unión presupuestaria y emitir los eurobonos

Al principio de este capítulo hemos sugerido un procedimiento para alcanzar gradualmente la unión presupuestaria. Consiste en explorar la creación de un Tesoro federal para la zona euro creando un Instituto Presupuestario Europeo (IPE). Además de definir los recursos, los poderes y las responsabilidades de un Tesoro federal, el IPE debería ocuparse del contenido de la unión presupuestaria, esto es, de las políticas que han de emprenderse para lograr la consolidación duradera de las finanzas públicas. Este debate es tanto más necesario cuanto que los dirigentes de la zona euro se han adentrado en una muy mala vía con el pacto presupuestario decidido el 9 de diciembre de 2011 y ratificado en un nuevo tratado el 2 de marzo de 2012. Lleva el nombre de Tratado sobre la Estabilidad, la Coordinación y la Gobernanza de la unión monetaria (TECG), pero no contiene nada de ello. Se trata únicamente del fortalecimiento de las reglas automáticas y limitadoras que han fracasado lamentablemente con el Pacto de Estabilidad. Este tratado está sellado con una interpretación desviada del ordoliberalismo que hemos presentado en el capítulo 1 y que ha sido el alfa y la omega de la filosofía política alemana que ha respaldado la economía social de mercado. La desviación que se ha apartado de la justicia social resulta de una interpretación hayekiana de la economía de mercado bajo el impulso de Hans-Werner Sinn, que se dedica a denigrar sistemáticamente al Estado y que ve en él el obstáculo a su postulado de la autoorganización de la sociedad por el mercado. El ordoliberalismo de los padres fundadores, por el contrario, se definía en la fórmula de tanto mercado como sea posible, tanto Estado como sea necesario.

En el capítulo 4 hemos perfilado teóricamente cómo se podría lograr la sostenibilidad de las finanzas públicas y hemos analizado ejemplos históricos de consolidaciones logradas. Se trata ahora de extraer estas lecciones con destino a la zona euro. Ante todo es necesario que los Estados sean capaces de presentar y hacer creíbles trayectorias de las finanzas públicas y de las deudas a medio y largo plazo según diferentes escenarios, estructurados por las variables que no controlan pero sobre las que sí pueden influir, es decir, los tipos de interés real y la tasa de crecimiento. Hay que definir, por lo tanto, procesos para la elaboración de los presupuestos generales de Estado que rompan con la famosa periodicidad anual del procedimiento presupuestario. Hay que comprometerse en una programación a medio

plazo, revisable en función de los cambios significativos registrados en el crecimiento y los tipos de interés, y justificable en el marco de los escenarios seleccionados, que sea comprensible para los mercados y que mantenga a las finanzas públicas en una tendencia sostenible. Hay también que concebir políticas macroeconómicas que amplíen el espectro de las trayectorias sostenibles, pilotando lo mejor posible el crecimiento y los tipos de interés, lo que implica evidentemente un diálogo entre el banco central y el Estado y, en la zona euro, que los Estados estén asociados y coordinados por una instancia federal.

Ahora bien, de acuerdo con la lectura hayekiana, es decir, la lectura ultraconservadora del ordoliberalismo (Sinn, 2011), las autoridades alemanas hacen un diagnóstico totalmente diferente. Si el pacto ha fracasado es, de acuerdo con su punto de vista, porque las reglas no eran lo suficientemente exigentes, así que se añaden más reglas para bloquear los comportamientos desviados. Al hacerlo se paraliza toda flexibilidad en la respuesta a los choques económicos que puedan afectar a un país. Habría, por el contrario, que conceder tanta más flexibilidad presupuestaria para tratar los choques asimétricos que afecten a un país, cuanto más orientada esté la política monetaria hacia objetivos comunes.

Saber distinguir entre flexibilidad y laxitud es realmente clave a la hora de crear una unión presupuestaria fundada sobre la cooperación de los Estados miembros en el seno de un potente marco institucional de naturaleza federal, porque entre la cooperación activa y las reglas automáticas hay todo un mundo. La única manera de conciliar la necesidad de flexibilidad y la disuasión de las desviaciones sistemáticas se encuentra en la acción colectiva: programación plurianual de los presupuestos, coherencia en el nivel europeo establecido por el IPE bajo la tutela del Parlamento europeo, incorporación de trayectorias validadas en la aprobación de las leyes de presupuestos generales de Estado anuales de los Estados miembros.

## **Virtudes y trampas de las reglas presupuestarias**

### *Una crítica de la nueva regla de oro*

El nuevo pacto presupuestario del 9 de diciembre de 2011 elige un camino muy distinto. El eje es la «regla de oro», que limita el llamado déficit estructural al 0,5 por 100 del PIB anual. El déficit estructural es el nivel de déficit que se tendría si el ciclo económico no existiera, esto es, el déficit o superávit presupuestario anual medio que se espera lograr a lo largo de un ciclo entero. Esta regla de oro es, por lo tanto, contingente a un ciclo económico ordinario, pero no lo es en absoluto a la necesidad de salir

de un estancamiento de tipo japonés en las economías constreñidas por el desendeudamiento privado. Es, sobre todo, incompatible con la aguda necesidad de revertir la tendencia descendente del crecimiento potencial a largo plazo, lo cual precisa de enormes inversiones públicas, como veremos en el siguiente capítulo.

El problema radica en la definición de la regla de oro que ha adoptado el nuevo pacto presupuestario. El saldo estructural incorpora todos los gastos, incluyendo las inversiones públicas. El equilibrio presupuestario que hay que respetar (un déficit máximo del 0,5 por 100 del PIB es prácticamente el equilibrio) implica que las inversiones del Estado deben autofinanciarse mediante los ingresos corrientes. Es como si se le prohibiera el crédito a las empresas y se les obligara a financiar sus inversiones mediante la autofinanciación. Con una restricción financiera semejante no se puede esperar una economía dinámica e innovadora.

Una de dos: o bien los gobiernos que aceptan la regla de oro consideran que Europa no va a volver a experimentar crecimiento, o bien piensan que el crecimiento es independiente de la inversión pública. Si, en efecto, el futuro de Europa es el estado estacionario, los ingresos futuros no superarán los ingresos de hoy en condiciones iguales de presión fiscal. Las inversiones públicas servirán únicamente para renovar los bienes públicos gastados o deteriorados y entonces la regla de oro está lógicamente justificada. Si, por el contrario, se supone que se busca el crecimiento y si se supone que las inversiones públicas tendrán algún papel en el crecimiento futuro, entonces la regla de oro es un puro absurdo. En efecto, los ingresos de mañana serán superiores a los ingresos de hoy y sería antieconómico hacer que los ingresos de hoy sostengan inversiones cuya duración de uso puede extenderse a lo largo de varias décadas. Esto equivale a suprimir la transferencia intergeneracional que implica la deuda pública. *La regla de oro tiene sentido, por consiguiente, con la condición de que sea definida prescindiendo de los gastos de inversión pública.*

La ventaja de una regla de este tipo es que es intemporal y obliga, pues, a los gobiernos a una programación presupuestaria plurianual; algo indispensable para hacer una simulación de las trayectorias sostenibles de la deuda pública. Pero el reverso de la medalla es que el saldo estructural no es una variable observable, no más de lo que lo es el PIB potencial a partir del cual se construye el saldo estructural. Esto no plantea un problema insoluble si esta variable se utiliza como referencia en una cooperación presupuestaria activa. Pero si es un arma esgrimida como una orden que desencadena automáticamente sanciones en caso de desviación, será un motivo de discordia y de protesta infinitas, peor aún que el famoso déficit máximo del 3 por 100. El peor escenario sería acumular las limitaciones automáticas, como propone la Comisión Europea: mantenimiento de

déficit anual máximo del 3 por 100 del PIB, que privaría de cualquier flexibilidad coyuntural, y superposición de una limitación directa sobre la propia deuda, que consistiera en la obligación de disminuir cada año, pase lo que pase, el ratio deuda/PIB de una veintea parte de la diferencia hasta alcanzar el mágico umbral del 60 por 100. Es imposible hacer algo más arbitrario y, por lo tanto, antieconómico. La experiencia de Italia y España, dos grandes países en una espiral recesiva autosostenida, lo demuestra con creces, así como la voluntad públicamente anunciada del gobierno francés de llegar contra viento y marea, en especial contra una coyuntura recesiva, a un déficit del 3 por 100 en 2013.

### *Principios operativos de una nueva política presupuestaria*

Sin embargo, los principios operativos de la política presupuestaria son indispensables, tanto para guiar las políticas presupuestarias nacionales como para organizar la cooperación activa por la mediación del IPE. Para enunciarlos, recordemos de antemano los resultados de nuestro análisis de la dinámica de la deuda pública en el capítulo 4.

El primer resultado es la duración. Una consolidación presupuestaria de gran extensión exige al menos dos décadas, no algunos años. Debe guiarse por una programación plurianual de cinco años renovada en varias ocasiones. El segundo resultado es que el proceso lleva más tiempo cuanto más grande es el país o grupo de países y cuanto menos margen de maniobra tenga sobre los tipos de cambio. El tercer resultado es que la cohesión social es un factor esencial. Gran Bretaña tardó dos veces más en hacer su ajuste tras la Segunda Guerra Mundial que tras las guerras napoleónicas. En la década de 1820 el proceso se logró mediante una abominable deflación que no puede tolerarse en las sociedades democráticas contemporáneas. El cuarto resultado es que no es la política presupuestaria por sí sola la que resuelve el problema. *La clave del éxito radica en una tasa de crecimiento duradera superior al tipo de interés real medio que se paga sobre la deuda pública.* Como consecuencia, una tasa de inflación estable, pero lo bastante elevada como para obtener un tipo de interés real negativo cuando el crecimiento ceda durante el periodo de consolidación, ayuda mucho. Esto significa una política monetaria capaz de arbitrar entre diferentes objetivos, todo lo contrario del postulado de neutralidad de la moneda. Esto supone también una política financiera capaz de poner la deuda pública fuera del mercado cuando estos estén obnubilados por la liquidez, lo que conduce a primas de riesgo aberrantes. En cambio, la deuda pública se autofinancia, puesto que es la contrapartida de las inversiones públicas, por lo que no cuesta nada si el tipo de interés es inferior a la tasa de crecimiento.

Esta última observación nos conduce a la gestión presupuestaria *stricto sensu*. La verdadera riqueza, que es la garantía de la deuda, es el capital público, el sistema de bienes colectivos de la sociedad que legitima la deuda social. No hay que olvidar que la deuda pública organiza una transferencia intergeneracional en la financiación de la deuda social. Como señala Henri Sterdyniak, del Observatoire Français de Conjonctures Économiques (OFCE, 2012), la verdadera regla de oro estipula que las inversiones públicas se financien mediante el déficit. El déficit estructural debe ser igual a la inversión pública neta aumentada en la depreciación de la deuda debida a la inflación. Bajo esta condición, la regla de oro es la equivalencia entre la deuda pública y el capital público. En Francia, las cuentas de patrimonio muestran que en 2010 el valor contable de la deuda pública era inferior al del capital público. Los activos del Estado en sentido amplio tenían pues un valor neto positivo, lo que significa que un descenso obligado de la deuda pública está totalmente injustificado.

No obstante, se puede argumentar que lo que cuenta no es el nivel de la deuda en una fecha determinada sino su dinámica, que debe ser sostenible a largo plazo. Señalemos que la condición que iguala el déficit público estructural y la inversión neta ajustada en la desvalorización de la deuda por la inflación es una condición de sostenibilidad. Para tener un panorama completo hay que añadir el papel amortiguador que debe tener la deuda pública en presencia de fluctuaciones macroeconómicas. Sin duda la política monetaria es también un amortiguador. En cualquier caso, en un contexto de desendeudamiento privado posterior a una crisis financiera debida a un exceso de endeudamiento de este sector, todo el mundo debería constatar que la política monetaria es poco eficaz. Ha sido la reactivación presupuestaria generalizada, mucho más que la política monetaria, lo que ha evitado la depresión mundial en 2009. Cuando el sector privado está bajo presión, como ocurre en la situación actual, el déficit público no tiene ningún efecto de evicción de los gastos privados. Es, por el contrario, el medio para estabilizar la economía. Así, pues, hay que distinguir bien entre los déficits producto de políticas de regulación y los provocados por políticas desestabilizadoras, como la de hipertrofiar el déficit en periodos de sobrecalentamiento económico.

La combinación de la estrategia de largo plazo y de la regulación coyuntural conduce a la regla razonable propuesta por Henri Sterdyniak para definir un *benchmark* del déficit público. El déficit público debe ser igual a la inversión pública neta aumentada en la depreciación de la deuda por el objetivo de inflación, ajustado por el porcentaje (correspondiente al efecto de los estabilizadores automáticos) de la distancia existente entre el PIB y el PIB potencial y por el porcentaje de la distancia entre el tipo de interés monetario y la tasa de crecimiento potencial nominal. Los dos últimos

elementos expresan la necesaria flexibilidad coyuntural. En un primer momento, cuando la economía se halla en fase baja del ciclo, el *output gap* es negativo, lo que justifica un déficit público más elevado. Después, en la fase de sobrecalentamiento, conviene por el contrario reconstituir los recursos mediante un excedente que permita respetar el saldo estructural durante el ciclo completo. Finalmente, una situación en la que el tipo de interés es superior a la tasa de crecimiento nominal, gracias a las expectativas de inflación superiores a la norma de medio plazo, justifica un mayor rigor presupuestario. A la inversa, cuando las expectativas de inflación demasiado bajas indican fuerzas deflacionistas subyacentes, una expansión presupuestaria puede combatirlos.

### *La organización institucional de una nueva política presupuestaria*

Todo esto nos conduce a las estrategias presupuestarias de sostenibilidad en el ámbito nacional emparejadas con una coordinación en el seno de la zona euro. Desde el punto de vista procedimental, numerosos economistas han propuesto la idea de comités presupuestarios independientes para evaluar en el nivel nacional *ex ante* la sostenibilidad de la estrategia gubernamental y la realización *ex post* de la política efectivamente practicada con vistas al objetivo de sostenibilidad a largo plazo. Estos comités de expertos, que existen ya en varios países, representan un gran avance respecto de las reglas automáticas basadas en variables inobservables. La evaluación es un trabajo de análisis argumentado que observa las trayectorias de gastos e ingresos y que sabe distinguir entre la inversión portadora de utilidad social futura, el funcionamiento corriente y los despilfarros burocráticos. Si los comités nacionales trabajan en buen entendimiento con el IPE a lo largo de los semestres europeos se puede esperar que las idas y venidas entre la elaboración de los presupuestos generales del Estado de cada país y los arbitrajes europeos conduzcan a estrategias sostenibles para todos los países e incorporen transferencias que expresen una solidaridad entre ellos.

Dado que la sostenibilidad es un proceso intertemporal que se extiende a muy largo plazo, la estrategia presupuestaria en cada país debe fundarse sobre una ley de programación quinquenal. En Francia, donde las legislaturas son de cinco años, cubriría así una legislatura. Esta ley de programación presupuestaria debe ser el resultado de un debate democrático y especificar los objetivos sociales que deben alcanzar las finanzas públicas respetando siempre la sostenibilidad de las mismas. Para hacer esto, la evaluación en cifras de la programación presupuestaria se basará sobre hipótesis macroeconómicas a medio plazo proporcionadas por el comité presupuestario independiente. La ley que se someta a votación debe estipular un techo del gasto público en términos reales y un mínimo de nuevos impuestos.

Los presupuestos generales del Estado anuales deberían respetar esta doble limitación, lo que quiere decir que todo gasto por encima del techo deberá financiarse enteramente mediante impuestos adicionales.

La regulación coyuntural formaría parte de la ejecución de los presupuestos generales del Estado. Se haría por intermediación de una cuenta de control que registraría los excedentes de los ingresos y de las emisiones para financiar la diferencia existente entre gastos efectivos y gastos programados.

El IPE tendría conocimiento de las leyes de programación presupuestaria nacionales y dispondría de las primeras proyecciones de los presupuestos generales del año en curso. Su papel sería evaluar la coherencia de las propuestas nacionales en relación con la coherencia europea, especialmente en relación con los efectos sobre las balanzas de pago y, por lo tanto, con la aptitud de los unos para financiar los déficits de los otros. El informe del IPE proporcionaría la materia del examen del Parlamento europeo, que formularía recomendaciones vinculantes para los gobiernos y los parlamentos nacionales en la elaboración y el voto de los presupuestos generales nacionales.

Un producto asociado de la actividad evaluadora del IPE sería la calificación de las deudas con destino a los mercados, que reemplazaría a las tan controvertidas calificaciones del oligopolio de las agencias estadounidense descritas en el capítulo 4. En efecto, calificar a las empresas del sector mercantil y calificar a los Estados son dos actividades completamente diferentes, sin ninguna sinergia entre sí. En el primer caso, las agencias son intermediarias en el mercado de la información que produce un *input* para los mercados financieros. Como existe una inmensa cantidad de empresas y un gran número de incumplimientos crediticios, la adecuación de las calificaciones proporcionadas por las agencias privadas con el riesgo de crédito que pretenden calcular puede medirse mediante un método estadístico. Por lo tanto, los usuarios de las calificaciones pueden en principio referirse a un criterio objetivo para tener una idea de la capacidad de las agencias. Con la condición de que toda referencia obligatoria a las agencias sea desterrada de los contratos financieros, los usuarios pueden optar por tener en cuenta las calificaciones o emplear múltiples fuentes de información para formarse una opinión.

La calificación soberana evidentemente no tiene estas características. Los incumplimientos crediticios son escasos. El criterio de sostenibilidad de la deuda pública de un Estado soberano a largo plazo no tiene nada que ver con la solvencia de una empresa sometida a la ley de quiebras. No hay ningún criterio estadístico para medir la adecuación de las opiniones emitidas por las agencias privadas que pretenden juzgar la deuda de los Estados. Estas agencias no tienen ninguna ventaja comparativa para emitir

esas opiniones, porque la calificación soberana es un servicio público producto de la evaluación de los programas a medio plazo de ajuste de las finanzas públicas. Solo el conocimiento de las informaciones internas que sostienen estos programas y una metodología apropiada para calcular la relación entre la estructura de los presupuestos y el crecimiento podría proporcionar una evaluación válida.

De aquí se sigue que solo el IPE tendría los medios de investigación necesarios para hacer una evaluación sólida, pues solo él podría entrar en la estructura de los presupuestos de todos los Estados miembros, distinguir entre los gastos productivos e improductivos y evaluar la eficacia económica de las diferentes estructuras fiscales.

### **¿Por qué y cómo emitir los eurobonos?**

#### *Las razones para la creación de los eurobonos*

Si iniciamos la preparación de la unión presupuestaria según las líneas de fuerza que acabamos de describir, un complemento lógico es la creación de eurobonos. Los eurobonos son títulos representativos de las deudas soberanas de los países de la zona euro. Mutualizan la garantía de los emisores, la recaudación fiscal y los costes de servicio de las deudas. Los funcionarios alemanes los perciben como la coronación de la unión presupuestaria. La posición de la señora Merkel ha llegado hasta el extremo de prohibir hablar de ellos en la Cumbre del 29 de junio de 2012. Sin embargo, se podría invertir la secuencia. Los eurobonos podrían constituir, en nuestra opinión, un instrumento de coordinación para la resolución de la crisis de la zona euro. Lejos de ser una fuente de riesgo moral para la rectitud presupuestaria, los eurobonos se concebirían de forma que reforzaran la vigilancia mutua y la coordinación entre países.

Los eurobonos aportan beneficios sustanciales a la gobernanza europea si las condiciones para introducirlos son las correctas. A partir del momento de la anticipación de una futura emisión, los tipos de interés bajarían en los países atrapados por la mordaza de la deuda. La repercusión cruzada de la crisis soberana y la crisis bancaria se amortiguaría, porque el coste marginal de financiación de los bancos descendería con la mejora del valor de las garantías colaterales. Además, los eurobonos serían el cimiento de la unidad del sistema financiero y lo harían más resiliente a los choques futuros. Una garantía colateral más robusta prestaría más seguridad al acceso de los bancos a su refinanciación y, por lo tanto, pondría fin a la fragmentación en curso del sistema financiero. Los eurobonos mejorarían así la transmisión de la política monetaria creando un vasto filón de activos seguros y líquidos, que daría lugar a una única curva de tipos para los

títulos soberanos de toda la zona euro. Finalmente, estos títulos podrían atraer a los inversores de todo el mundo, contribuyendo a las inversiones necesarias para revitalizar un crecimiento moribundo.

¿Cuáles son las condiciones para que los eurobonos sean objeto de consenso en lugar de sujeto de controversia? En Alemania están obsesionados con el riesgo moral. En consecuencia, la emisión de eurobonos debe incorporar una prima de garantía que los países de alto riesgo pagarían a los países de bajo riesgo para convencer a los primeros de ahondar en una estrategia de consolidación y para compensar a los segundos de la protección que aportan contra acontecimientos financieros hostiles. Además, el gobierno alemán y otros gobiernos «virtuosos» temen que la mutualización eleve el coste de sus préstamos. Por eso la calidad de los títulos, es decir, el grado de certidumbre de que los prestamistas serán totalmente reembolsados, debe fortalecerse mediante dispositivos diversos. Las características de los contratos de eurobonos completarán, pero no reemplazarán, la vigilancia presupuestaria y la coordinación macroeconómica, los dos pilares de la unión presupuestaria. En este caso, los inversores considerarán los eurobonos como inversiones tan seguras como las que ya hacen en los países miembros más sólidos. La preparación de la unión monetaria permitió que los tipos de interés monetario convergieran hacia los tipos más bajos, es decir, el tipo alemán, en anticipación de su realización. Una buena preparación de la unión presupuestaria haría igualmente converger los tipos de los títulos soberanos hacia el tipo alemán antes de que la unión se hubiera realizado totalmente.

### *La organización de las emisiones de eurobonos*

Si ya estamos convencidos del por qué, queda la cuestión del cómo. Puede haber emisiones de eurobonos ligadas a la creación de recursos propios para los presupuestos de la zona euro. Estos recursos los proporcionaría una tasa sobre las transacciones financieras aprobada por la autoridad del Parlamento europeo conformado por los países pertenecientes a la zona euro. La recaudación de esta tasa, o una parte de la misma, proporcionaría el capital para un intermediario financiero público que emitiría eurobonos con destino a los inversores institucionales para financiar proyectos de inversión en países que tienen más necesidad de capital que de nuevas deudas.

Los eurobonos pueden también emitirse por una agencia europea de la deuda (*European Debt Agency*) cuya creación ha sugerido el Grupo Padoa-Schioppa (2012). Esta agencia sería un mediador financiero que abriría el mercado de las obligaciones soberanas a precios razonables, con la garantía de toda la unión monetaria, a los países en dificultades con una condicionalidad estricta. El dispositivo sería que cada país emitiera, bajo esta forma y con esta garantía, el 10 por 100 de su PIB para constituir un mercado de la talla

de los mercados de los *Bund* alemanes. En el caso de una crisis financiera que condujera a una subida abrupta de los costes de financiación de los países individuales por la retirada de los inversores, quedaría la posibilidad de que la agencia europea emitiera el equivalente al 10 por 100 suplementario del PIB de títulos sin condicionalidad específica. Por otro lado, intervendrían las exigencias crecientes de la agencia. La gobernanza de la agencia sería equivalente a la de un Tesoro bajo la tutela de un ministro de Finanzas de la zona euro. Podría, por lo tanto, ser un departamento del IPE.

No obstante, junto a las fuentes directamente europeas, el principal problema de la emisión de los eurobonos es la sustitución del volumen existente de obligaciones nacionales. ¿El reemplazo debe hacerse sobre la suma total de los títulos vivos en circulación? ¿Debe ser total o parcial? ¿O debe hacerse sobre el flujo de refinanciación? ¿La garantía de los Estados debe ser conjunta o separada? Una garantía conjunta, unida con un mecanismo de seguro entre los países miembros y un dispositivo de fortalecimiento de la calidad de los títulos, sería muy superior a las garantías aisladas. En el mercado habría un único tipo de interés para todos los títulos de la misma madurez e idénticas cláusulas contractuales, sea cual sea el país de emisión. Por el contrario, las garantías aisladas no producen ninguna mejora respecto a la situación presente de divergencias de *spread*. Los tipos de interés seguirían diferenciados, lo que desnaturaliza el sentido mismo de la mutualización de riesgos que representa la emisión de los eurobonos.

Admitamos que la garantía conjunta es indispensable para dar sentido a la conversión y que la sustitución de la totalidad de las deudas nacionales en circulación es el objetivo último que se adecua a la unión presupuestaria. La operación no podría nunca hacerse de una sola vez. Habría que mutualizar ocho trillones de euros de deudas. Sería algo demasiado favorable a los países endeudados como para que lo acepten los países acreedores. La sustitución parcial es el único camino abierto. Hay varias propuestas para definir qué parte de las deudas soberanas se presta mejor a la conversión. Podemos distinguirlas según se consideren los eurobonos como una solución temporal para resolver la crisis financiera o como una característica permanente de la futura unión presupuestaria.

La opción temporal se declina de dos maneras. Algunos imaginan una sustitución modesta en tanto que limitada en el tiempo y reducida a la deuda a corto plazo (Philippon y Hellwig, 2011). Se emitiría una deuda con garantía conjunta a cuatro años sobre títulos que no superen los dos años de madurez. Un plan aún más restrictivo excluiría de esta operación a los países objeto de ayuda financiera. Esta propuesta contiene una invitación perversa a reducir la madurez de la deuda. Es la peor opción en una perspectiva de consolidación a largo plazo de las finanzas públicas. Además, limitar la conversión a cuatro años implica una liquidación de estos títulos que deberían

ser reemplazados por títulos nacionales a su vencimiento, lo que implica una enorme necesidad de refinanciación concentrada en el tiempo.

Otro plan concebido para ser temporal es la propuesta del Consejo de Expertos Económicos alemanes (2011), que utiliza como *benchmark* el mítico umbral del 60 por 100 del PIB y aparta a los países objeto de asistencia. El plan propone convertir en eurobonos la porción de la deuda soberana de cada país que se encuentra por debajo del 60 por 100 del PIB, lo cual se traduce en la conversión de aproximadamente 2,3 trillones de deuda. Si la consolidación de las deudas públicas consiste en reducir el endeudamiento público al 60 por 100 del PIB, se trata de una opción temporal, pero dado el nivel medio actual de endeudamiento vigente en la zona euro y de seguirse la regla de reducción anual de una veintea parte de la diferencia entre el volumen existente y el umbral del 60 por 100, el proceso llevaría aproximadamente unos veinticinco años. Es el tiempo razonable de una consolidación. Es una idea tentadora porque los inversores pueden ver ahí un plan creíble para reducir los costes del endeudamiento público, por tanto para hacer más probable el éxito del ajuste presupuestario. Estarían tentados, por consiguiente, a mantener la parte de la deuda (por debajo del 60 por 100 del PIB) que seguiría siendo nacional, de tal forma que el coste total del endeudamiento se reduciría efectivamente en los países más endeudados. El plan alemán adjunta un fortalecimiento de la calidad de los títulos que deberían conseguir los países que se beneficien de la conversión bajo forma de garantía colateral y de recaudación fiscal preafectada.

Otra propuesta, que también emplea el umbral mítico del 60 por 100 del PIB, procede de Weizsäcker y Delpla (2011). Adopta la opción de la conversión permanente. Las deudas soberanas se dividen en dos: la parte por debajo del 60 por 100 representa las obligaciones con poco riesgo (*blue bonds*) y la parte superior al 60 por 100 las obligaciones de mayor riesgo (*red bonds*). La conversión se haría con garantía conjunta sobre los *blue bonds*, mientras que los *red bonds* permanecerían bajo garantía nacional y se refinanciarían nacionalmente. La suma objeto de conversión sería del orden de los 5,5 trillones de euros. Esta división es la mejor forma de convertir los *red bonds* en bonos basura (*junk bonds*) en los países frágiles, y puesto que esta franja de deuda no se beneficiaría de ninguna solidaridad fuera cual fuera la evolución económica futura y dado que especialmente no tendría ninguna esperanza de recompra por parte del banco central, los inversores la considerarían como extremadamente arriesgada en los países más endeudados. ¿Quién, en efecto, puede suponer que los países cuyo ratio deuda/PIB supera el 130 por 100 y que presentan una balanza por cuenta corriente pesadamente deficitaria van a ser capaces de volver por sí mismos al 60 por 100? El tipo de interés

sobre esa porción de deuda podría dispararse y finalmente habría que rescatar a ese país en una situación de catástrofe. Sería como tirar piedras a nuestro propio tejado.

Nuestra propuesta es distinta. Adopta la concepción de una conversión permanente y vinculada a la progresión hacia la unión presupuestaria que hemos descrito con detalle en este capítulo. Prescinde de la obsesión del 60 por 100, porque no pretende definir un límite para compartir la deuda. La conversión no se haría sobre el volumen, sino progresivamente sobre el flujo de refinanciación. La ventaja de un procedimiento así es observar cómo ocurren las cosas, lo que permite eventualmente, mediante el aprendizaje, modificar las condiciones de la conversión, las cuales estarían, en efecto, dotadas de un mecanismo de seguro para contrarrestar el riesgo moral sin penalizar una parte de la deuda.

La razón por la que se atiende al flujo de refinanciación y no al volumen de la deuda se debe a la naturaleza de la deuda pública, que ha sido el hilo conductor de nuestro razonamiento a lo largo de este capítulo. Un deudor privado tiene una limitación de solvencia que se deriva de su balance. Es insolvente si el valor neto es negativo. Un deudor soberano no tiene la limitación financiera que emana de un balance. Tiene sin duda un pseudobalance evaluado en las cuentas patrimoniales de la nación, pero este no forma parte de las cuentas oficiales puesto que lo esencial del capital público no lo constituyen activos negociables ni, por otra parte, evaluables en los mercados. No puede sino ser objeto de una evaluación teórica. Por otra parte, la fracción más importante del activo es completamente política y sólo se expresa bajo la forma de una actualización de flujos futuros: se trata de la capacidad impositiva del Estado. Por eso la restricción financiera que se aplica a un soberano es de sostenibilidad a largo plazo y no de solvencia. Como hemos formalizado en el capítulo 4, el perfil futuro de la deuda neta del Estado debe ser tal que a cualquier fecha futura hasta el infinito el soberano sea capaz de cumplir sus obligaciones de refinanciación, ya sea mediante un pago monetario o mediante nuevas emisiones de deuda. El mecanismo de conversión en eurobonos debe ser capaz, por consiguiente, de aligerar la refinanciación, etapa por etapa, emitiendo los nuevos tramos de deuda en eurobonos. A medida que el tiempo pase, toda la deuda acabará por ser remplazada en un momento en el que la unión presupuestaria estará ya completamente establecida, pues la madurez media de la deuda pública actualmente es superior a siete años. Lo peor que se podría hacer es reducirla, como querría la primera propuesta citada que tiene una visión *Wall Street* del problema.

Para responder a los temores alemanes habría que incorporar al proceso de conversión un mecanismo de garantía. Dado que el tipo de interés de los eurobonos será el mismo para una misma madurez, sea cual sea el país

emisor, las ganancias de la mutualización serán tanto mayores cuanto que un país hubiera renovado su deuda a un tipo de mercado más elevado si la mutualización de riesgos no hubiese tenido lugar. El mecanismo de garantía quiere decir que los países más endeudados deberán pagar una prima de seguro a los países más sólidos, que son también acreedores de la deuda de los otros, mediante un fondo europeo de garantía de los eurobonos. La prima de seguro puede determinarse según una fórmula que sea una función decreciente del progreso del país en su ajuste presupuestario, lo cual incitaría a todos los países a participar en la unión presupuestaria, produciendo una solidaridad efectiva. La sustitución progresiva de los flujos de renovación y la garantía añadida son, pues, mecanismos interactivos con la progresión del proceso institucional de realización de la unión presupuestaria. Finalmente, la guinda del pastel, el fortalecimiento de la calidad de los eurobonos, puede añadirse con ayuda de una o de todas las disposiciones siguientes: prioridad en el reembolso en caso de impago del país, depósito de una garantía colateral en el fondo de garantía bajo forma de reserva de oro o de derechos especiales de giro no utilizados, recaudación fiscal preafectada.

El conjunto del dispositivo responde enteramente a las preocupaciones alemanas. El papel de las instituciones intermediarias para elaborar conjuntamente la unión presupuestaria y la unión bancaria es la garantía del enfoque gradual que conduce a una constitución federal para los países que quieran tomar este camino. La legitimidad democrática es indispensable en cada etapa. Solo ella permitirá salir del *impasse* de la concertación intergubernamental. No obstante, la renovación democrática en Europa no puede producirse si no se abordan los enormes problemas sociales existentes: renta, empleo, medio ambiente. Europa debe desplegar un nuevo régimen de crecimiento. Es el objeto del último capítulo de este libro.



## 6

# ¿QUÉ MODELO DE CRECIMIENTO PARA EUROPA?

DURANTE LOS PRIMEROS años de la crisis, el crecimiento no ha sido un tema de preocupación para los dirigentes políticos europeos. Tras el plan de reactivación de 2009 cada país regresó rápidamente hacia una política presupuestaria neutra o restrictiva, según la extensión de su déficit debido al rescate del sector financiero, a la importancia del desendeudamiento de los hogares y al tamaño de la deuda pública heredada anterior a la crisis.

Cuando Merkel y Sarkozy propusieron el pacto de competitividad en febrero de 2011 no dedicaron ni una sola palabra al crecimiento europeo. Sin embargo, el PIB de la zona euro se encontraba muy lejos de recuperar el nivel anterior a la crisis. Esto parecía del todo natural en la concepción de la competitividad en vigor, la cual se refería a los costes salariales y ni siquiera a los niveles de estos, sino a las variaciones acumuladas desde la creación de la zona euro (véase capítulo 2). Igualmente, los dirigentes alemanes preconizaban y siguen preconizando ante sus socios una reducción de los salarios tanto más profunda cuanto más fuerte hubiera sido la subida anterior en comparación con los salarios alemanes. Cuando se siguen estas indicaciones, no en una situación de recalentamiento sino de depresión larvada gracias a las secuelas de la crisis financiera, se puede concebir que haya pocas posibilidades de recuperar el crecimiento. Hemos señalado en el capítulo 4 que el impacto recesivo suplementario de los planes de austeridad es más fuerte porque la economía se encuentra ya en una situación de insuficiencia de demanda (con una tasa de empleo de las capacidades de producción muy débil) y tipos de interés cercanos a cero. En efecto, no solamente el tipo de interés no tiene más margen para bajar, sino que la disminución de la inflación que acompaña la contracción del gasto público conlleva un alza del tipo de interés real y, por lo tanto, del coste del servicio de la deuda.

Más allá del error de no reconocer que la propia idea de una austeridad de crecimiento es un absurdo en un contexto de deflación de balances, donde el sector privado hace todos los esfuerzos posibles para

desendeudarse y sobre todo intenta no gastar, sentado sobre un colchón de liquidez, la noción misma de competitividad entre naciones plantea problemas graves. Esta noción no tiene estrictamente nada que ver con la competencia de las empresas en el mercado. Si pretendemos calcarla sobre el análisis microeconómico de la competición entre empresas, procede directamente del mercantilismo. Se opone así a la filosofía de la construcción europea que ha inspirado el Tratado de Roma y a la doctrina comunitaria que tiene como fin el llevarla a cabo. En el marco europeo, el derecho y la política de la competencia entre las empresas forman la política de los mercados en nombre del ordoliberalismo, justamente porque los mercados abandonados a sí mismos no pueden ser eficientes. Surgen todo tipo de obstáculos, de barreras de entrada, de explotación de los consumidores por parte de los oligopolios. La dirección de la competencia en el seno de la Comisión Europea tiene por misión regular los mercados que no tienen las capacidades propias de hacerlo en un mundo definido por la asimetría de la información. Se esperaba que la competitividad global de la economía europea en los mercados mundiales, es decir, del conjunto de sus empresas, se pondría en marcha y que todos los países se beneficiarían de ella. No hay lugar para la competencia entre países en esta doctrina.

Por el contrario, la competencia entre Estados que han aceptado las reglas de una comunidad es una herejía destructiva. En la crisis que sufren los países de la zona euro, se le ha dado un nuevo nombre: «devaluación interna». Esta nueva expresión reemplaza el término de «deflación competitiva», que estaba en boga en la década de 1980, pero se trata de adornos semánticos distintos para una misma cosa. Es una práctica que enfrenta a unos países contra otros. No puede desembocar en otro resultado que no sea la devaluación externa mediante el tipo de cambio de la década de 1930, es decir, el empobrecimiento generalizado. Conduce al *dumping* fiscal y a la rebatía por la reducción de los costes salariales, ya sea por disminución directa de los salarios, ya sea por la amputación de los derechos sociales. Siembra la división entre los países y alimenta la hostilidad de las poblaciones contra un proyecto europeo adulterado. Es un factor de distorsión entre las empresas europeas y de fragmentación del mercado europeo.

Es trágico que Alemania exhorte a los demás países a internarse por ese camino. Al pedir a los demás que hagan como ella, es decir, que produzcan excedentes estructurales, los divide necesariamente porque no todos pueden hacerlo en un mundo que no puede absorber un excedente europeo que sería el excedente alemán multiplicado. Los que no tengan la capacidad de éxito en este juego suicida caerán en un abismo de pauperización. Los que puedan medirse con Alemania reducirán la ventaja alemana.

Europa será necesariamente deficitaria porque la suma de este juego es negativa gracias al efecto depresivo global que provoca. Es, sin embargo, lo que hoy se entiende exactamente en los círculos europeos por «reformas estructurales», que se limitan a la búsqueda generalizada de una bajada de los costes salariales.

El resultado de todo esto es la reducción simultánea de las tasas de inversión públicas y privadas. Fuera de Alemania y su patio trasero, esto provoca una merma gradual de las capacidades de producción industrial, por tanto un agravamiento de la polarización que se ha registrado durante la primera década del euro. Pero la situación misma de Alemania se ha vuelto vacilante. Tras varios años de crisis en la zona euro y de persistencia en las políticas deflacionistas, toda ella, incluyendo Alemania, está abocada a una depresión larvada.

En este sombrío contexto empiezan a oírse llamadas al crecimiento para, dicen, completar los planes de austeridad, procedentes de Italia bajo la autoridad de Mario Monti y de Francia después del cambio de gobierno de François Hollande. La Comisión Europea ha elaborado un plan de inversiones que podría alcanzar el 1 por 100 del PIB, pero ningún país ha propuesto políticas susceptibles de dar un contenido al deseo de crecimiento. Es de temer que no se trate más que de una floritura. Por otra parte, Europa no tiene ni una doctrina ni una intención de transformación de su sistema productivo, que implicaría desarrollar una política industrial como medio para vincular competitividad y crecimiento y, por lo tanto, para revertir la desindustrialización de una gran parte de la zona euro. Esta cuestión es la que vamos a abordar ahora.

Se trata en primer lugar de entender lo que quiere decir la competitividad de una nación, qué significado no mercantilista se le puede dar y qué vínculo puede tener esta noción con el crecimiento. Después hay que recordar que el crecimiento no es el mismo en todas partes a la vez. El crecimiento se liga a la innovación que determina los tipos de progreso técnico. Las olas de innovaciones implican cambios en el modo de crecimiento. Y estas no caen del cielo. Están alimentadas por el espíritu de investigación y por la actitud emprendedora cuyo encuentro se organiza en la I + D. Los periodos de crisis son favorables porque muestran que no se puede acumular el capital como antes y porque la depresión que viene detrás hace bajar los costes de este. Pero el imperativo del desendeudamiento impide el relanzamiento de la inversión productiva por nuevos caminos. Además, por el lado financiero, la aversión al riesgo de los actores privados es enorme debido al traumatismo de las pérdidas provocadas por la crisis y por la falta de percepción del porvenir. Por eso revierte en los poderes públicos la tarea de invertir en investigación, en la formación de competencias y en la construcción de dispositivos financieros capaces de asumir riesgos, y de hacerlo de modo coordinado por una

estrategia industrial. En otros términos, los poderes públicos nacionales y europeos deberían impulsar una nueva dirección de crecimiento que arrastrara al sector privado.

Mostraremos que la nueva frontera del crecimiento para Europa es el desarrollo sostenible y que una política europea que tome en cuenta la conservación del capital natural puede ayudar a reindustrializar los territorios. Y todavía hay que financiar las inversiones a largo plazo indispensables.

## 1. Competitividad y crecimiento

La existencia de una depresión larvada en Europa se observa en la ausencia de toda reactivación de la tasa de inversión de las empresas, que en la zona euro es muy inferior a su máximo de hace cinco años. En un ciclo económico «normal», la inversión de las empresas y/o de los hogares crea una acumulación excesiva de capacidades de producción que conduce a su inflexión, hundiéndose profundamente aquella en la recesión y después recuperándose rápidamente cuando se ha apurado el exceso y tras ello se produce la reanudación del crecimiento. Nada de esto ha ocurrido en la zona euro tras la recesión desencadenada en el otoño de 2008. La recuperación coyuntural debida a los planes de reactivación presupuestaria no ha provocado el restablecimiento duradero de la tasa de inversión. ¿No habrá un vínculo entre la debilidad de las expectativas de la demanda de los agentes privados y la falta de inversión de las empresas por una parte, y entre la baja tasa de inversión y la ralentización severa de los progresos de la productividad, por otra? Dicho de otra manera, ¿entre las políticas restrictivas y la degradación de la competitividad? Para intentar una respuesta hay que saber qué es lo que determina la competitividad de una nación.

### **Problemas teóricos vinculados a la noción de competitividad de las naciones**

La competitividad global de una economía es una noción problemática porque la competitividad es un concepto microeconómico. Concebimos perfectamente lo que es la competitividad entre empresas que compiten en un mercado determinado. Puede medirse mediante las cuotas de mercado en relación con los tamaños respectivos de las empresas. La competitividad de las empresas presentes en múltiples mercados es ya más ambigua. Es una cuestión de economía industrial que asocia múltiples campos de análisis: cualidad de los productos, organización del trabajo, modelos de negocio, etc.

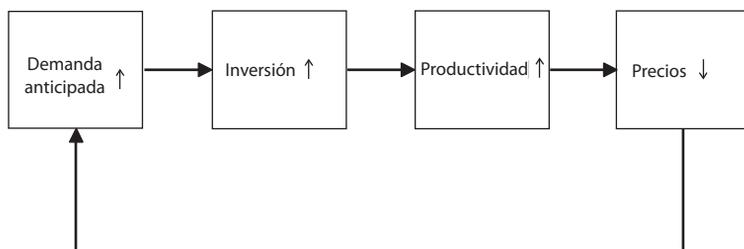
¿Qué sentido tiene esto para una economía nacional? Ninguno, en cualquier caso, para la teoría clásica del comercio internacional basado sobre las ventajas comparativas relativas. Como estas son relativas, existen siempre y siempre se realizan en un sistema de libre intercambio internacional. No se le ocurriría nunca a Ricardo decir que Inglaterra, que exportaba textil, era más competitiva que Portugal, que exportaba vino. Y sin embargo hoy estamos convencidos de que Alemania es más competitiva que Francia. Si esta afirmación no es una ilusión, quiere decir que hay que abandonar la teoría clásica de las ventajas comparativas, considerada por otra parte como uno de los fundamentos más sólidos de la ciencia económica.

En efecto, ya hemos recurrido, en el capítulo 2, para evocar la polarización industrial que se ha producido en Europa, a la nueva teoría del comercio internacional, de la que Paul Krugman ha sido uno de los artífices, la cual puede dar un sentido a la competitividad macroeconómica porque rechaza el carácter predeterminado y exógeno de las ventajas comparativas. Si queremos ser coherentes no podemos sostener a la vez que la competitividad es una preocupación importante de una nación y defender el liberalismo económico que considera que toda política industrial es inútil, cuando no nociva.

Para que la competitividad tenga un sentido macroeconómico es necesario que la especialización internacional se base en los rendimientos crecientes y en factores de aglomeración que sean generadores de procesos autofortalecedores y de efectos externos. Si las empresas se vuelven más eficaces gracias a los intercambios tácitos de informaciones y competencias con otras empresas situadas en su proximidad, o gracias a la puesta en común de inversiones en investigación y a participaciones conjuntas en programas de laboratorios públicos de investigación, entonces la competitividad global sí puede tener un sentido. Es el resultado de un efecto de composición de los buenos comportamientos producto de las estrategias de las empresas en el marco de los impulsos propiciados por las políticas públicas. Se plantea entonces un problema complejo de coordinación que se puede denominar *política industrial* (Favereau, 1986). El éxito de esta coordinación puede llegar al nivel macroeconómico en el esquema siguiente, que es un círculo virtuoso de la productividad y del crecimiento llamado esquema de Kaldor-Verdoorn:

GRÁFICO 6.1

## EL CÍRCULO VIRTUOSO DE LOS RENDIMIENTOS CRECIENTES



Si la demanda anticipada es la demanda mundial, el proceso dinámico indicado determina la estructura de especialización de los países dentro del comercio internacional. El esquema de Kaldor-Verdoorn se convierte en un círculo virtuoso del crecimiento y de la competitividad. Un país más competitivo que otro es un país que exporta bienes de alto valor del trabajo nacional al mercado mundial y que importa bienes de valor del trabajo extranjero más bajo, cuando estos valores se expresan en una misma unidad contable. Se puede expresar mediante la fórmula: *ser competitivo es vender caro el trabajo nacional en el mercado mundial*. El indicador sintético de la competitividad es la apreciación tendencial del tipo de cambio efectivo real.

Es, pues, lo opuesto de la concepción mercantilista de la devaluación interna. Si ser competitivo para un país es organizar el trabajo de manera que cree valor que se incorpora a una mayor diversidad de bienes vendidos en el mercado mundial, entonces la competitividad beneficia al bienestar general.

Pero el vínculo entre esta definición de la competitividad y el crecimiento no es mecánico. En el modelo de Kaldor-Verdoorn de economía abierta, el crecimiento a largo plazo depende de la demanda exterior que se dirige a un país. La competitividad denominada fuera de precio se mide por las elasticidades-ingreso del comercio exterior. Cuanto más fuerte es la elasticidad de la exportación y más débil la elasticidad de la importación, mayor es la competitividad fuera de precio y mayor puede ser el crecimiento para una misma evolución de la demanda extranjera sin modificación de los precios relativos (competitividad-precio). Esto expresa una buena calidad de la especialización, que deriva de la estrategia de las empresas y de su actitud para llevarla a cabo mediante el aprendizaje organizativo. Interviene también la percepción de la calidad de los productos por los compradores, que depende de elementos de marca comercial y de servicio posventa para los bienes duraderos, que crean la buena reputación de los vendedores. Kenneth Arrow (1962) ha demostrado que la calidad

es una función de la producción acumulada que capta el efecto de la experiencia mediante el aprendizaje organizacional. Hay, pues, una doble relación dinámica entre crecimiento y competitividad: cuanto más eficaz es el aprendizaje de las empresas, más fuerte es el crecimiento. Cuanto más pueda un país sostener un crecimiento regular absorbiendo los choques, más rápido es el aprendizaje organizativo, lo que impulsa el crecimiento.

¿Cuál es el vínculo entre competitividad precio y competitividad fuera de precio? Un país que tiene una buena especialización industrial tiene exportaciones menos sensibles a las variaciones de precios relativos. La elasticidad del volumen de sus exportaciones ante la variación de su competitividad-precio es más débil que la de un país que es más vulnerable porque domina menos los factores de la competitividad fuera de precio. Así ocurre que la elasticidad de las exportaciones ante la variación de los tipos de cambio efectivos reales es de  $-0,4$  en Alemania y de  $-0,9$  en Francia. Esto significa que una pérdida de competitividad-precio del 1 por 100, medida globalmente, hace retroceder las exportaciones en Francia un 0,9 por 100 frente a un 0,4 por 100 en el caso de Alemania. Un país con una fuerte competitividad fuera de precio tiene pues empresas capaces de mantener precios remunerativos, es decir, de proteger sus tasas de margen a pesar de la competencia extranjera; algo que no pueden hacer las empresas de un país vulnerable a las diferencias de costes. Una tasa de margen elevada y estable proporciona los medios para invertir sin endeudarse excesivamente y, por lo tanto, de aumentar la productividad y el crecimiento potencial, es decir, de mantener el círculo virtuoso entre competitividad y crecimiento.

Como los costes han crecido más rápido en Francia que en Alemania a lo largo de la década de 2000, pero a partir de un nivel más bajo, mientras que las ventajas fuera de precio son más débiles, las capacidades de producción industrial no han progresado. En 2011, en Francia, las capacidades de producción industrial estaban en el nivel de 1998, en Italia un 5 por 100 por debajo, mientras que habían aumentado de un 25 a un 30 por 100 en Alemania y en los Países Bajos (Artus, febrero de 2012). Esto son los indicadores más significativos de la polarización industrial que ha sufrido Europa a partir de la creación de la unión monetaria. En lugar de unión económica y monetaria deberíamos hablar de desunión económica y unión monetaria.

### **Consecuencia: nueva apreciación de los problemas de competitividad en Europa**

Para evitar las políticas catastróficas que son hoy moneda en curso en Europa es esencial profundizar en cuáles son los factores de la competitividad fuera de precio. Estaríamos entonces en las antípodas de la receta

actual en Europa que postula que para volver a ser competitivos es preciso bajar los salarios hasta el mínimo tolerable y aceptar correlativamente la infrautilización de las propias capacidades de producción durante un tiempo indeterminado. Por el contrario, el crecimiento, si lo guía una política industrial que modifica la especialización, robustece la competitividad. Del mismo modo, los salarios altos no perjudican esta si animan a las empresas a un aprendizaje organizacional que renueva la diferenciación de sus productos, ya que así pueden vender a precios lo bastante altos como para conservar márgenes estables. Reducir los costes salariales unitarios para mejorar la competitividad solo es válido para productos de la misma gama y calidad. Esto no tiene sentido en el ámbito macroeconómico desde el momento en que la diversidad de los productos intercambiados es enorme y la inversión en innovación permite transformarla. Pero los modos de gestión de los recursos humanos para adoptar una estrategia ofensiva de especialización y los que conducen al descenso de los costes y la reducción de personal para seguir siendo competitivos en una especialización congelada son totalmente opuestos.

Llegamos a la conclusión de que para los países desarrollados la competitividad es una cuestión de eficacia en la gestión de las empresas en un entorno social propicio. La calidad de este entorno depende en primer lugar de las relaciones laborales. Sindicatos potentes y representativos y una actitud patronal proclive al diálogo permanente con instancias reconocidas; la presencia de los sindicatos en los consejos de administración o de vigilancia de las empresas; y la apertura de las cuentas a los representantes sindicales son todos factores esenciales de la competitividad. Se reconocerán aquí todos los rasgos que diferencian a Alemania de Francia o, más en general, a Europa del Norte de Europa del Sur y, en el plano ideológico, la distancia entre el ordoliberalismo alemán y el ultraliberalismo anglosajón. A pesar del uso común de la palabra «liberalismo», son concepciones opuestas de la regulación de los conflictos sociales.

Si nos centramos en la diferencia entre Alemania y Francia, la oposición entre la cooperación en la organización del trabajo en Alemania y la conflictividad permanente de las relaciones laborales en Francia marcan toda la diferencia. Hemos expuesto en el capítulo 1 cómo y por qué esta disposición al diálogo está profundamente enraizada en la historia del corporativismo alemán. En términos de organización, este espíritu dialogante se traduce en la formación de un contrato social alrededor de una estrategia de mejora de la competitividad. Una dimensión crucial de este contrato social es la atribución de cualificaciones. En Francia ésta se deja a la discreción de la gestión de la empresa, lo que genera conflictos perpetuos. En Alemania, el cuadro de cualificaciones es asignado por organismos profesionales paritarios (Maurice, Sellier y Silvestre, 1982). Esto permite hacer

funcionar un mercado de trabajo interno en las empresas con un marco organizativo menos rígido y menos conflictos, ergo con un coste salarial más bajo compatible con salarios más altos. Esto permite también la transferibilidad de las cualificaciones y, por lo tanto, una mayor movilidad de los trabajadores, conciliando las necesidades de las empresas y las carreras profesionales de los asalariados. Tampoco hemos visto en Alemania esa tragedia terrible en forma de una cascada de suicidios que se han producido en France Telecom, en La Poste, en Areva y similares. En el mismo orden de ideas, Francis Mer escribía en *Le Monde*, en agosto de 2012 un artículo titulado «Liberemos el potencial humano en las empresas mediante una gestión abierta y menos autoritaria». Y añadía: «Calculo que una mejor motivación del personal podría aumentar la productividad de nuestra mano de obra en un 25 por 100». Su mensaje es que es la organización de las empresas la que debe adaptarse a las competencias humanas, en vez de que estas últimas sean esterilizadas o mutiladas por la violencia de las estructuras. Vemos aquí la oposición frontal de los modos de organización del trabajo en las empresas: el conflictivo-discrecional que predomina en Francia y el negociado-consensual que tiene en Alemania una larga tradición.

El modo de gestión actúa también sobre las relaciones entre el sector industrial y el sector financiero. J.-L. Beffa (2012) ha expuesto que el modelo que él llama comercial industrial, del que Alemania es líder, se opone punto por punto al modelo liberal financiero anglosajón al que se ha precipitado Francia por defecto a partir del famoso punto de inflexión de la deflación competitiva de 1983 y sobre todo a partir del desmantelamiento en 1995 del sistema de participaciones industriales cruzadas. La codeterminación alemana obliga a que toda decisión estratégica implique a todas las partes concernidas. La gobernanza de las empresas es pues paritenarial (*stakeholdership*), por oposición a una gobernanza exclusivamente accionarial (*shareholdership*). Las empresas pueden así resistir ante las exigencias a menudo destructoras de los mercados, agentes de una concepción de la empresa como una cartera de activos financieros que pueden ser desmembradas y recombinadas a merced de las fusiones y adquisiciones financiadas a crédito (*leveraged buyouts*). La continuidad de la empresa como un equipo que mejora su eficacia colectiva se quiebra por el rendimiento financiero exigido bajo la presión de la deuda, por la sangría de los superdividendos sobre los beneficios y, sobre todo, por el desinterés de la dirección en toda inversión que no sea inmediatamente rentable (Aglietta y Rebérioux, 2004).

La calidad del entorno social de las compañías, con el fin de que estas puedan extraer el mejor partido del aprendizaje organizativo del que depende la fuerza colectiva de competitividad, está igualmente ligada al

compromiso de un Estado capaz de formar al capital humano, de invertir en I+D en asociación con el esfuerzo de investigación de las empresas y de imponer que todas las fuerzas vivas de la nación participen, en función de sus competencias, en la mejora de los comportamientos colectivos. Es lo que hicieron los países escandinavos. Hemos analizado en el capítulo 4 cómo superaron la crisis financiera de principios de la década de 1990: esfuerzo masivo en educación para renovar las competencias, incremento del gasto en I+D por encima de todos los demás países y por ende incremento de la inversión pública y no disminución de esta debido a la crisis.

Pero hay más. La participación masiva de las mujeres en los órganos de dirección de las empresas en todos los niveles jerárquicos, que es reducida por la forma cooperativa de la gobernanza. Mao Zedong decía: «Las mujeres son la mitad del cielo». En Francia ocupan menos del 5 por 100 de los órganos directivos de las empresas, en Escandinavia alrededor del 40 por 100 y se acercan al objetivo del 50 por 100. El terrorífico desperdicio de capital humano en los países en los que los prejuicios sexistas, los modos de contratación arcaicos no basados en las capacidades y la carencia de servicios colectivos para los niños de edad preescolar se dan la mano para obstaculizar las carreras profesionales de las mujeres, es un pesado tributo al déficit de competitividad. El mundo complejo del siglo XXI no es ya compatible con el modelo autoritario de decisión. La flexibilidad de las respuestas a las constricciones económicas, necesaria en la elaboración, puesta en práctica y cuestionamiento de las estrategias para reaccionar ante la incertidumbre, pasa por procesos colectivos de debate que deben enriquecerse mediante la mayor diversidad de sensibilidades posibles. Los consejos de administración y los órganos de dirección mixtos son mucho más eficaces que las estructuras monosexuales, ideológicamente rígidas y contrarias a toda protesta.

Estas son las determinantes de la competitividad. Estamos lejos del lema dominante en Europa, auspiciado por la Comisión Europea y los gobiernos de los países en dificultades de la zona euro, para quienes las reformas estructurales del mercado de trabajo consisten en bajar los salarios y facilitar el despido de los trabajadores y trabajadoras.

### **Consolidación de las deudas públicas y competitividad**

Hemos analizado en el capítulo 4 que no existía más que un método para conservar o recuperar la sostenibilidad de las deudas públicas. Los resultados de los estudios empíricos y de las simulaciones teóricas concuerdan. Lo peor es querer hacer un ajuste rápido y concentrar el rigor presupuestario sobre los gastos de inversión pública. Es, sin embargo, exactamente lo que hacen los gobiernos de la zona euro. Por el contrario, la teoría arriba

enunciada dicta que, en la medida que sea posible, hay que preservar el crecimiento potencial, pero este se encuentra debilitado por el largo y difícil proceso de desendeudamiento del sector privado y por la retirada de los bancos de la financiación de la inversión productiva. Es necesario por encima de todo privilegiar los gastos públicos que fortalezcan la competitividad fuera de precio: educación, I+D e infraestructuras.

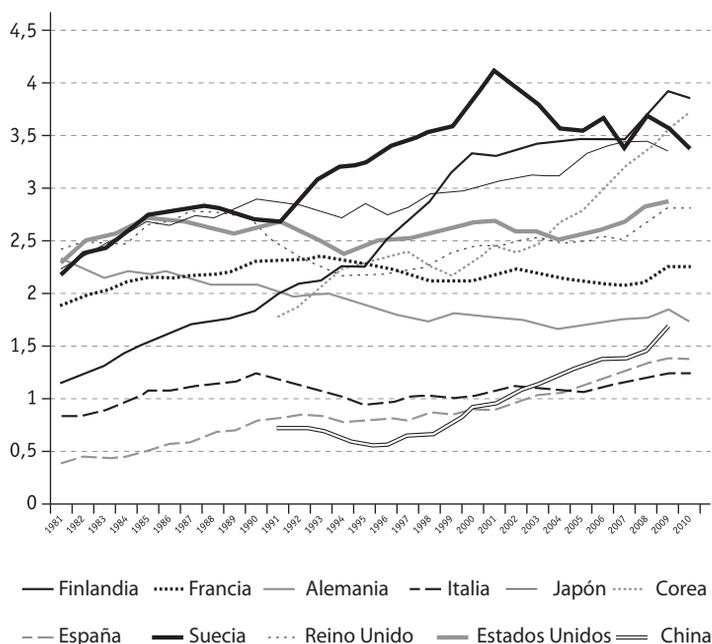
La desindustrialización del sur de Europa, incluida Francia, es la causa principal de la polarización entre los países deficitarios y los países excedentarios que ha minado la zona euro y por ello las políticas actuales que quieren realizar un ajuste presupuestario rápido mediante recortes drásticos en el gasto público la agravarán con toda seguridad. Hemos mostrado en el capítulo 4, en efecto, que el peso del gasto público de inversión en el PIB había bajado con fuerza en la zona euro desde 1993 y que los anuncios gubernamentales para 2013 dejaban presagiar un auténtico hundimiento, con el gasto público de inversión cayendo hasta el 2 por 100 del PIB. Esto impide conducir una política de desarrollo de la competitividad.

En lo que respecta al I+D, las comparaciones internacionales recopiladas por la National Science Foundation a partir de los datos de la OCDE llegan solo hasta 2010 y no pueden por lo tanto reflejar el deterioro más reciente que ha acaecido después (gráfico 6.2). No son por ello menos reveladoras de las diferentes concepciones de la competitividad.

Señalemos la superioridad de los países asiáticos a partir de la crisis financiera de 1997. Se observa también el alto nivel de I+D de los países escandinavos, resultado de su progresión en respuesta a su crisis financiera de principios de la década de 1990. Fue la misma respuesta que dieron los países asiáticos tras la crisis de 1997-1998, que les fue impuesta por el famoso Consenso de Washington. Contrariamente a Europa hoy, salieron de la crisis mediante una potente política de inversiones en innovación en Japón y en Corea. Señalemos también la extraordinaria progresión de China a partir de esa misma época. Junto al esfuerzo masivo en la educación superior, esta progresión del I+D no deja ninguna duda sobre la pérdida de competitividad de Europa con la excepción de Alemania y los países escandinavos. Los países cuyo esfuerzo en I+D se ha intensificado son los únicos que han podido sobrellevar la crisis sin daños importantes, especialmente en el frente crucial del empleo. Entre los países europeos exceptuando los escandinavos, solo Alemania ha jugado este juego a partir de 1997. La intensidad del I+D desciende en Francia a partir de 1993, en Gran Bretaña a partir de 1981. En cuanto a Italia y España su esfuerzo en I+D es ridículamente débil para ser países desarrollados, entre el 1 y el 1,5 por 100 del PIB.

GRÁFICO 6.2

GASTO TOTAL EN I+D COMO PORCENTAJE DEL PIB (1981-2010)



Fuente: National Science Foundation, R & D, *National Trends and International Comparisons*, y OCDE.

Por el lado de los ingresos, es importante tener el valor político de modificar la estructura fiscal. Dado que la participación de los asalariados en la gobernanza de las empresas es un factor clave de la competitividad, el proceso actual de bajada de los salarios y alza de los impuestos sobre la clase media aplicado en Europa del Sur es suicida. Si el coste del trabajo debe bajar, debe hacerlo reduciéndose las cargas sociales sobre los salarios, redistribuyendo los costes de la cofinanciación de las coberturas sociales sobre el conjunto de las rentas y restableciendo una progresividad de los impuestos sobre la renta. Lo que hay que hacer es incrementar los medios de gasto de las rentas bajas y no aplastarlos, empezar a detener y después a revertir las gigantescas desigualdades que se han producido desde hace treinta años y sobre todo aumentar los impuestos sobre el capital a escala de la zona euro, lo que implica una armonización mínima y, por lo tanto, la eliminación del *dumping* fiscal de las plazas *offshore* de Luxemburgo e Irlanda, además de una verdadera represión coordinada de la evasión fiscal en la zona euro.

Suponiendo que los gobiernos reviertan las políticas más nocivas e inciten con energía a los agentes sociales a buscar un contrato social de

competitividad según las características más arriba examinadas, obtendríamos las precondiciones para una política de renovación industrial en Europa. Aún haría falta definir un proyecto industrial a la vez coherente para toda la zona euro y descentralizable para reterritorializar la industria en los países donde se ha abandonado.

## 2. Crecimiento e innovación

Considerada desde el punto de vista del modelo de crecimiento, la innovación no es un proceso homogéneo entre las ramas productivas ni regular en el tiempo. La concepción de la competitividad que hemos revelado en la sección anterior es compatible con el crecimiento endógeno al que pertenece el proceso de Kaldor-Verdoorn. Para mantener la lógica de los rendimientos crecientes no se pueden producir siempre los mismos objetos y siempre de la misma manera. Si se hace así, se golpea a la baja la utilidad marginal de los consumidores y la productividad marginal del capital de los productores. La rentabilidad termina por declinar y con ella la inversión.

La innovación es, pues, lo que permite cambiar la división del trabajo para mantener la rentabilidad del capital produciendo nuevos objetos y produciéndolos de otra manera. Por eso la innovación está íntimamente ligada al aprendizaje organizativo y por consiguiente a la competitividad. Está también vinculada al crecimiento, porque una innovación socialmente aceptada estimula una nueva demanda que mantiene los rendimientos crecientes permitiendo que la innovación se difunda según una curva de aprendizaje. Las empresas punteras en esta curva se benefician de un aumento de su cuota de mercado que incrementa sus beneficios. Se dice que ellas captan la renta transitoria de innovación, porque la rentabilidad está por encima de la tasa de beneficio medio de la industria antes de que su ventaja de competitividad se difumine tras su difusión.

Se suele distinguir entre dos tipos de innovación según la extensión de las transformaciones inducidas en la división del trabajo: las innovaciones radicales y genéricas, por una parte, las innovaciones incrementales y específicas, por otra. Las primeras movilizan el desarrollo en el conocimiento científico, inducen cambios profundos en los modos de vida y, como consecuencia, se difunden sobre una amplia gama de industrias. Las segundas son aparentemente más modestas. Movilizan el saber incorporado en los métodos de producción en el seno de una industria particular para mejorar los procesos de producción gracias a la cooperación organizada de ingenieros, técnicos y obreros. Aportan, mediante la observación de los hábitos de consumo, ideas nuevas para mejorar la calidad de los productos y proponer una diversidad diferente en un mismo ámbito de consumo.

Para tener un efecto de crecimiento sobre una nación, la innovación incremental no debe estar ni demasiado localizada ni ser demasiado discontinua. Por eso los poderes públicos nacionales y europeos deben mantener un clima de innovación susceptible de incitar a las empresas. Deberían hacerlo mediante una política de registros y patentes cuyo objetivo sea asegurar las rentas de innovación durante un periodo lo suficientemente largo como para cubrir los riesgos de la misma: obtener un rédito sobre las innovaciones que triunfen lo bastante elevado como para compensar el capital perdido en las inversiones innovadoras que fracasan. Deben ayudar también compartiendo los riesgos, estableciendo normas técnicas y de calidad sobre los productos, y organizando esquemas financieros públicos y privados para los proyectos de largo alcance y de rentabilidad prospectiva diferida.

La innovación radical es de naturaleza muy diferente. Objetiva un nuevo concepto científico encontrándole aplicación en amplias gamas de mercancías que transforman los modos de vida. La innovación radical tiene vocación de difundirse sobre grandes estratos del sistema productivo, cuando no sobre toda la economía. Se produce mediante olas ligadas a mutaciones profundas del capitalismo, que se inician en épocas de crisis estructural y que son el sostén de un nuevo régimen de crecimiento que reactiva la acumulación de capital durante un largo periodo, desencadenando los flujos de innovaciones incrementales.

### **Las olas de innovaciones y los cambios en el modo de crecimiento**

La interpretación de las ondas largas de innovaciones tecnológicas es parte de la historia del capitalismo industrial y se remonta a Joseph Schumpeter (1939). Las innovaciones radicales se producen en racimos que son a la postre fenómenos seculares. Pero en la fase llamada de crecimiento de madurez, se banalizan y se convierten en los procesos estándar de producción. El momento de la innovación propiamente dicha lo marca una curva de demanda de forma logística, es decir, en tres tiempos: un momento de emergencia en el que la demanda es aún débil porque los compradores son pioneros; un momento de difusión en el que la demanda se acelera, durante el cual los efectos de los rendimientos crecientes, esto es, la caída de los precios y la ampliación de los compradores, funcionan al máximo; un tiempo de madurez tras una crisis de adaptación que debe buscar nuevas categorías de consumidores y establecer una velocidad de cruce en el que la rentabilidad se hace mediana. El conjunto constituyen olas de innovaciones que llamamos seculares (cuadro 6.1)

La innovación radical se enrascima, porque es un fenómeno genérico que tiene la capacidad de transformar todo el sector industrial. Conlleva, pues, una potente alza de la inversión productiva que provoca una demanda de crédito que se expande durante un largo periodo. Los métodos financieros pueden adaptarse a esta demanda y pueden así aparecer nuevos tipos de intermediación, creando una larga fase de expansión, que se refleja en los mercados bursátiles que se implican en un *bull market* a largo plazo. Pero los excesos del sector financiero, por las razones fundamentales expuestas en el capítulo 2, terminan siempre jugando con ventaja. La demanda de crédito provoca un alza de los tipos de interés, mientras que el cálculo de las oportunidades de inversión termina por chocar con la saturación de mercados capaces de absorber la oferta de productos elaborados por las nuevas capacidades productivas. De ello resulta una sobreinversión. El tijejetazo de la bajada de la rentabilidad de las inversiones y de la subida de los tipos de interés termina por provocar una crisis financiera importante que debería apurar la sobreacumulación de capital. En el curso de la fase de desendeudamiento el capital se desvaloriza en Bolsa en una fase descendente (*bear market* a largo plazo) lo que conlleva una racionalización de los costes y, por tanto, una caída de los precios. La innovación genérica puede entonces extenderse a categorías de usuarios inaccesibles durante la fase inicial de difusión.

Al cruzar los datos sobre las fechas de las revoluciones industriales (Landes, 1969) con los relativos al desencadenamiento de las principales crisis financieras (Schumpeter, 1939) y con los que se desprenden de la llamada época fordista (Aglietta, 1976) podemos trazar el cuadro siguiente, completado por los conocimientos parciales sobre las revoluciones en curso de las tecnologías de la información y del medioambiente.

CUADRO 6.1

## INNOVACIONES SECULARES

Tipo de innovación	Emergencia	Difusión	Crisis de adaptación	Madurez	Periodo total
Máquina de vapor y textiles	1762-1774	1794-1834	1834-1843	1844-1861	1762-1861
Vías férreas y siderurgia	1831-1847	1847-1888	1888-1895	1896-1917	1831-1917
Producción en masa	1882-1908	1908-1937	1937-1949	1950-1973	1882-1973
Información y comunicación	1961-1981	1981-2007	2007- ?	?	1961- ?
Medioambiente	1972-2013	2013- ?	?	?	1972- ?

Este cuadro resume las fuentes a largo plazo del crecimiento. Orientan la acumulación del capital sobre largos periodos porque revolucionan la vida de las sociedades. Es una coevolución del cambio de las estructuras económicas y de las instituciones sociales que orienta las trayectorias del crecimiento a lo largo de periodos muy dilatados. Como se inscriben en la lógica capitalista, estas innovaciones radicales se concretizan en las estructuras de producción y en los modos de vida mediante las apuestas del sector financiero. Las crisis de adaptación están siempre marcadas por crisis financieras de amplio alcance que resultan de los excesos en la valoración de las promesas de rentabilidad que estas innovaciones engendran. A través de estas crisis financieras se redefine el régimen de crecimiento. Las grandes olas de innovaciones pueden encabalgarse y por lo tanto la crisis de adaptación de un tipo de innovación puede coexistir con la emergencia de la siguiente. Así fue como la organización taylorista del trabajo desarrollada en las cadenas integradas de producción de la industria pesada se enjambró con la producción en masa de bienes duraderos de consumo, punta de lanza de la siguiente ola de innovaciones.

La posibilidad de una ola de innovaciones radicales centrada sobre el medioambiente no es un hecho reconocido por todos. Un artículo reciente (Gordon, 2012) retoma las olas de innovaciones seculares del cuadro 6.1 para extraer una conclusión extraordinaria. Gordon nos recuerda que el crecimiento del PIB per cápita en Inglaterra entre 1300 y 1700-1750 era del 0,2 por 100 anual. De acuerdo con Maddison, entre el año 0 y el año 1300 fue de un 0 por 100. La primera revolución industrial no habría hecho crecer la renta per cápita más que un 0,3 por 100 de media entre 1700 y 1870. Esto quiere decir que el capitalismo industrial estaba muy lejos de haber penetrado en la sociedad. Los progresos de productividad en el sector textil implicaron esencialmente la disminución de los salarios y el empobrecimiento de la masa de la población. No fue sino a partir de 1870-1880 cuando despegó la revolución que, con la difusión de la electricidad y la urbanización, transformará radicalmente los modos de vida. El PIB por habitante se acelera por etapas de un 0,3 a un 1,2 por 100 a principios del siglo XX. Llegan después las innovaciones principales de la producción y el consumo de masas que revolucionan el hábitat urbano, arrastran el despegue de los bienes duraderos del hogar y ponen el automóvil al alcance de la mayoría. El PIB per cápita crece un 2,5 por 100 anual en el periodo 1950-1973. Gordon observa acto seguido hasta qué punto la revolución de la información ha tenido un impacto mucho más débil que la de la producción en masa, que ha dejado de hacer sentir sus efectos a mediados de la década de 1970. El PIB per cápita ha declinado gradualmente, incluyendo un breve periodo de rebrote entre 1996 y 2004, que fue la edad de oro de la difusión de las tecnologías de la información y el conocimiento.

El crecimiento del PIB per cápita en Estados Unidos ha caído de nuevo al ritmo del 1,3 por 100 anual, no muy distinto del vigente durante el último tercio del siglo XIX.

Se trata de la evolución a la frontera tecnológica. No prejuzga los ritmos de alcance de los países emergentes. Pero la prospectiva nos deja atónitos. Según Gordon la era de las revoluciones tecnológicas ha concluido. El crecimiento del PIB por habitante podría perfectamente recaer al 0,2 por 100 a finales del siglo XXI. No nos cuenta cómo podría sobrevivir el capitalismo bajo esa hipótesis. Lo interesante es el enunciado de los hándicaps que, en su opinión, bloquean el progreso técnico futuro. Son la demografía, que se acerca al estado estacionario, la educación, que se volverá demasiado cara y no podrá progresar más, las desigualdades de renta, la energía, el medioambiente y... el exceso de endeudamiento.

Esta prospectiva presenta, sin embargo, varios puntos débiles. Parece que las épocas del pasado que vieron florecer las innovaciones radicales no hubieran conocido obstáculos. Las invenciones habrían nacido espontáneamente. Lo cierto es que las mismas invenciones no pueden nacer dos veces, pero todas han nacido en respuesta a los obstáculos con los que se topaban las sociedades. Tomemos como ejemplo la primera revolución industrial, que nace impulsada por la cuestión energética. En torno a 1750 el desarrollo de las manufacturas era lo suficientemente grande como para devastar los bosques. La escasez de madera constituía un obstáculo insalvable que azuzaba la investigación de nuevas fuentes de energía. La máquina de vapor nace de la necesidad de emplear el carbón con eficacia. Parece realmente extraño que un límite energético y una degradación ambiental hayan producido una revolución tecnológica hace dos siglos y medio, mientras que la rarefacción de la energía fósil y la amenaza del cambio climático hoy se vean únicamente como un freno.

Nuestra manera de leer las grandes olas de innovaciones es diferente. El cuadro 6.1 enuncia la hipótesis de que el nuevo horizonte de crecimiento depende de la entrada en la fase de difusión de las tecnologías de la economía de energía, de la sustitución por energías renovables de las energías fósiles, de la conservación y reconstrucción del capital natural, y de la adaptación de las forma de vida al cambio climático. Se trata de una ola de innovaciones principales, porque se engloba en un concepto de interiorización de los fundamentos ecológicos de la economía en el desarrollo; de ahí la idea de desarrollo duradero o de crecimiento sostenible. Es una ruptura histórica en relación con dos siglos de explotación descarada de la naturaleza despreciando las externalidades negativas de la misma. Esta ola de innovaciones principales movilizará las tecnologías de la información en las industrias de redes inteligentes y la robotización en el reciclaje generalizado.

Si Europa aprovecha la oportunidad de ser pionera en esta revolución industrial, que va a transformar la frontera tecnológica, puede crear una potente reactivación del crecimiento y encontrar un papel protagonista en las futuras negociaciones internacionales. Es la tesis que vamos a desarrollar ahora para responder a la cuestión del modelo de crecimiento adecuado para Europa. Se trata de explicar el concepto de estrecha interacción de la ecología y la economía en un proyecto industrial europeo descentralizado, para reterritorializar la industria y revertir la polarización industrial que ha vuelto estructuralmente frágil a la zona euro.

Un proyecto así plantea problemas de organización del nivel europeo hasta los niveles regionales y locales. Debe estar íntimamente ligado con un contrato social de competitividad. Necesitamos para ello un instrumento analítico que complemente los elementos que hemos presentado antes sobre la competitividad. Se trata del vínculo entre la innovación genérica que revoluciona el progreso técnico y transforma los modos de vida y las innovaciones incrementales que las hacen realidad de forma concreta dentro de las empresas.

### **El papel de la circulación de los conocimientos, del impulso público y de la organización del I+D en la renovación de las ventajas comparativas**

La organización industrial en Alemania muestra que el progreso técnico se deriva de un intercambio de saberes prácticos integrados que crean una externalidad de red entre las compañías. Es un proceso de crecimiento endógeno que es una razón de la concentración industrial en los territorios: picos de actividad, agrupaciones tecnológicas, parques industriales, polos de competitividad.

Hemos visto antes que el aprendizaje organizativo es una mediación esencial para el aumento de la productividad global de los factores, porque el factor determinante es el aprendizaje colectivo del saber tácito. Se produce en el interior de las compañías en el modelo de gobernanza parteranarial y entre las compañías mediante las redes externas. Nos ocuparemos ahora de esta segunda forma de circulación de los conocimientos.

#### *Crecimiento endógeno y circulación de los conocimientos*

Sabemos que la acumulación de capital en el seno de las empresas con una tecnología constante está sometida a la maldición de los rendimientos decrecientes. La productividad marginal del capital baja a medida que el capital se acumula. Así es cómo las empresas incapaces de renovar su modelo de crecimiento periclitán. El crecimiento endógeno es solo posible

si existen fuerzas que contrarresten los rendimientos decrecientes del capital. Una de estas fuerzas la constituyen las externalidades positivas de red entre las compañías. Al organizar la circulación de los conocimientos sobre sus inversiones en tecnologías, todas contribuyen a producir un *pool* de conocimientos comunes evolutivos del cual cada una saca partido separadamente en la producción de los bienes que ofrece al mercado. Este flujo de innovaciones, producido en común mediante el desarrollo del saber tácito, contrarresta el descenso del rendimiento marginal del capital.

La organización industrial del *Mittelstand* alemán es un ejemplo célebre de esta forma de progreso técnico endógeno. En el capítulo 1, al evocar las raíces históricas del ordoliberalismo hemos subrayado la importancia de los valores de corporativismo en el *Mittelstand*. Las PYMES están vinculadas a los territorios mediante el aprendizaje gracias a los institutos de tecnología y por su participación en la enseñanza en los sindicatos.

Las redes regionales de PYMES producen bienes de equipamiento mecánico para los nichos de mercado con trabajo muy cualificado que se forma en los institutos de tecnología dirigidos conjuntamente por las asociaciones de empresas y las colectividades locales. Estos institutos mutualizan la investigación tecnológica. Hay, pues, una fuerte complementariedad entre la producción de los conocimientos nuevos y la formación del capital humano para la aplicación comercial de estas técnicas.

Las PYMES producen, con destino al mercado mundial, maquinaria muy especializada e innovan constantemente para seguir a la cabeza del mismo. Estas innovaciones son incrementales a partir de una base industrial ya dominada. Además, obtienen la mayor parte de sus ingresos de los servicios prestados a una clientela dispersa por todo el mundo, lo que ofrece mercados muy rentables. Esto demuestra que se puede conservar una amplia gama de mercados frente a la competencia si se sabe innovar sobre sus puntos fuertes, lo cual permite vender caro el trabajo alemán en el mundo.

Hay otras organizaciones propicias para la innovación. La concepción japonesa ha consistido en establecer una cooperación orgánica entre las grandes empresas y los laboratorios públicos de investigación para producir las investigaciones básicas. Las prioridades se definen en acuerdos entre el MITI, el MOF y la dirección de las empresas y los grandes bancos. Es el método asiático de la búsqueda del consenso que logra elaborar objetivos comunes. El desarrollo es la responsabilidad de las compañías, que lo pasan a las redes de PYMES que dependen de ellas. Las relaciones entre las grandes empresas y las PYMES se emparentan con la organización alemana, pero se alejan mucho del mundo anglosajón y de Francia. Las grandes empresas tienen relaciones de larga duración con las PYMES. Estas no se limitan a proporcionar componentes o bienes intermedios en el seno

de una cadena de producción integrada. Las PYMES japonesas participan activamente en el aprendizaje colectivo del que depende la competitividad. Mediante la continuidad de los encargos que les hacen las grandes compañías se aseguran una financiación estable y una mutualización del riesgo.

La organización estadounidense es muy diferente porque está coordinada por el mercado según los principios del liberalismo. El estereotipo «una persona, una idea, un garaje», dibuja la silueta del empresario schumpeteriano. La creación de nuevas empresas encuentra su vivero en los gestores de empresas ya solventes que se aburren en el engranaje burocrático y que quieren intentar una nueva aventura, en científicos que quieren transformar una idea en un logro comercial y en personas sin empleo que quieren reinvertir su capital humano en un negocio en el que no padezcan la constricción jerárquica del trabajo asalariado.

El triunfo de la organización estadounidense es que proporciona un entorno en que los candidatos a empresarios cuentan simultáneamente con ayuda para la gestión y con financiación mediante fondos propios procedentes de capitalistas individuales motivados porque comprometen su propio capital, los *business angels*. Se trata de la fase de lanzamiento mediante el capital de cebo (*seed money*). Lo que es crucial aquí es la aportación complementaria de fondos propios y de competencias que proporcionan una rampa de lanzamiento a las empresas. Si estas pasan esta primera fase con éxito, el desarrollo requiere sumas de fondos propios claramente más elevadas. Es el papel del capital riesgo (*venture capital*) que es invertido por sociedades de *private equity* y por fondos especializados, a menudo dotados por inversores institucionales en el marco de su gestión alternativa. La entrada en liza del *venture capital* permite a los *business angels* retirarse y recuperar sus beneficios en los negocios que hayan superado las dificultades de los pollitos recién salidos del cascarón. El paso a la tercera fase es la de las empresas que son grandes PYMES capaces de convertirse en sociedades que cotizan en bolsa. Se produce la entrada en bolsa en el mercado de valores tecnológicos, el Nasdaq. Gracias a esta entrada, el *venture capital* puede vender sus participaciones y hacer efectivos sus beneficios. La gran ventaja de esta organización es que la innovación se financia mediante capital. Las empresas innovadoras no están expuestas a la limitación de la deuda, que no le conviene a la fragilidad de las condiciones de explotación de las empresas innovadoras.

Estos diferentes modelos de la organización de la innovación ilustran la diversidad de los tipos de capitalismo, pero hay que tener un modelo, lo que no es el caso de Francia. La innovación aquí ha estado dirigida por el Estado, lo que explica los éxitos pasados en el campo nuclear, la aeronáutica, el espacio y el automóvil. La retirada del Estado y la conversión pasiva al liberalismo financiero han provocado la desindustrialización. No

es que no haya espíritu de iniciativa en Francia. El flujo de creación de empresas es tan intenso como en Estados Unidos. Pero su muerte prematura es muy intensa. Las nuevas empresas están expuestas demasiado pronto a las limitaciones del endeudamiento. Recientemente las agencias públicas se esfuerzan en jugar el papel del *venture capital* ausente, pero se trata de acciones demasiado puntuales que implican medios financieros demasiado débiles como para arrastrar a todo el sector industrial. Por su lado, las grandes empresas deslocalizan sus actividades y no muestran solidaridad alguna con su país de origen, al contrario de lo que ocurre con las empresas alemanas y japonesas. El resultado es el declive industrial que se puede observar en la debilitación del comercio exterior y en la hemorragia del empleo a partir de finales de la década de 1990.

### *Los hallazgos del informe Gallois*

A petición del primer ministro, Louis Gallois ha dirigido a un grupo de expertos que a principios de noviembre de 2012 ha entregado un informe sobre las debilidades de la industria francesa. Los factores de debilitamiento de la competitividad de las empresas francesas puestos de manifiesto en este informe coinciden en gran medida con nuestro análisis de la competitividad fuera de precio.

El informe identifica tres tipos de causas estructurales. El primer tipo de carencias estructurales reside en la insuficiencia de la I+D de las empresas y en la inadecuación de la formación del capital humano a las necesidades de la industria. El segundo es la debilidad de financiación de la industria. Las PYMES, especialmente, que son creadas por empresarios innovadores, no encuentran apenas el apoyo de los inversores de capital. Están expuestas demasiado rápido al endeudamiento en condiciones prohibitivas y mueren antes de convertirse en empresas de tamaño intermedio. Los fondos de pensiones no existen y a las compañías de seguros no les interesan los lugares de inversión alternativos. Los apoyos del *private equity* hacia las empresas que no cotizan en bolsa son muy débiles. El tercer tipo de hándicap se relaciona con la ausencia de un modelo de organización industrial que permita incorporar la innovación para contrarrestar el descenso de la rentabilidad. Hemos identificado antes los modelos alemán, estadounidense y japonés. Podríamos también citar las zonas económicas especiales chinas o los *clusters* indios. No existe nada parecido en Francia que pueda cimentar la solidaridad territorial. Como dice el informe: «Las relaciones entre los grandes contratistas, sus proveedores y los subcontratistas a menudo están deterioradas, en cualquier caso se hallan insuficientemente explicitadas y organizadas, y no identifican los intereses comunes».

Otro elemento esencial de la competitividad que hemos identificado, la participación de los asalariados en la elaboración y el control de las decisiones estratégicas, está ausente en Francia. Las relaciones laborales son muy difíciles y el diálogo social no es productivo por causa de una desconfianza generalizada entre las partes implicadas. Las direcciones de las empresas rehúyen muy a menudo el contrato de trabajo estándar mediante prácticas que no ofrecen ninguna protección a los empleados y que no crean ningún vínculo cooperativo entre las empresas y sus asalariados (contrato de duración determinada, contrato de trabajo temporal, diferentes formas de subcontratación).

Según el informe Gallois, la recuperación es posible si sabemos apoyarnos en nuestros puntos fuertes para cambiar nuestra especialización internacional. Nuestro futuro no está en la carrera por los salarios más bajos y el empobrecimiento. Está en la innovación y la subida de gama para reactivar una especialización internacional demasiado poco diferenciada. Hay que invertir a la vez en la producción de bienes y en la calidad de los servicios para poder aumentar el crecimiento potencial. Pero esto solo es posible si se trenza un contrato social que reparta mejor los frutos de la política de oferta que ha de implementarse. El informe Gallois invita así a los agentes sociales a profundizar en la vía alemana: fortalecer el peso de los accionistas estables e incluir a los representantes de los asalariados en el seno de los consejos de administración y de vigilancia de forma obligatoria para las empresas importantes (a partir de 5.000 empleados) con voz deliberativa al igual que los demás administradores.

Entre las herramientas de política económica, el informe preconiza, siempre tras las huellas alemanas, desarrollar la enseñanza técnica y profesional e introducir a las empresas en la gobernanza de estos dispositivos mediante acuerdos marco entre la educación nacional y las federaciones profesionales. Con toda propiedad hace hincapié en la financiación: alargar la duración de los contratos de seguros de vida para que las compañías inviertan una parte marginal en las sociedades no cotizadas. La adaptación del marco fiscal para que no penalice las colocaciones de riesgo y el robustecimiento de la capacidad de cofinanciación de la banca pública de inversión con fondos privados son recomendaciones complementarias.

### *Crecimiento endógeno e inversión pública*

Los gastos públicos en I+D, en educación superior y en infraestructuras constituyen un incremento del capital social que eleva la eficacia productiva de todas las empresas de un país. Es, pues, uno de los medios para combatir el descenso del rendimiento marginal del capital de las empresas. La contribución de estas inversiones abarca la producción potencial del

país. No depende del modo de financiación, sea mediante la tributación o mediante el endeudamiento. Es aberrante, por consiguiente, recortar prioritariamente los gastos de inversión pública productiva en situaciones de apuros financieros de los Estados.

Sin embargo, es lo que hacen casi todos los Estados de la zona euro, oponiéndose a la estrategia adoptada por los países escandinavos para salir de la crisis sufrida a principios de la década de 1990, como hemos analizado en el capítulo 4. Esta reflexión hay que llevarla aún más lejos. Para explotar la ola de innovaciones medioambientales, el proyecto industrial tiene una dimensión europea. Especialmente, en los ámbitos energéticos y en el transporte la cooperación es indispensable. Después de la Segunda Guerra Mundial Europa se construye a partir de la CEEA, que era la base para lanzar la fase de madurez de la producción en masa. Veinticinco años de fuerte crecimiento tuvieron como resultado la transformación de nuestro modo de vida. Hoy parece que seamos incapaces de unir nuestras fuerzas para arrostrar desafíos que son comunes por naturaleza: reducir de manera programada y compatible nuestra dependencia de las energías fósiles, construir una red de transporte transeuropea baja en carbono y redes inteligentes de distribución eléctrica que cubran toda Europa. La necesidad de integración debería imponerse en estos ámbitos, lo que robustecería los argumentos a favor de una autoridad política federal.

A continuación se desprende la idea, que nosotros vamos a desarrollar en la última sección de este capítulo, en virtud de la cual es necesario inscribir las reformas pendientes en una estrategia industrial europea. Se pone el acento sobre la reagrupación de las capacidades de investigación industrial a escala europea y sobre la financiación de grandes programas en los ámbitos de la salud y de la transición energética.

### *Crecimiento endógeno e innovaciones bottom up*

¿Hay escasez de empresarios en Europa? Es una cuestión que concierne específicamente a la innovación y que no es del todo equivalente a las preocupaciones de la organización industrial. Schumpeter nos enseñó a no confundir empresarios y dirigentes de empresas. La mayoría de los jefes de empresas son gerentes, más o menos capaces de arrastrar a sus empleados en un espíritu de equipo, pero no empresarios. En las grandes empresas incluso la I+D está burocratizada, lo que ya es el colmo.

En su obra de 1912, Schumpeter rompió con las teorías del equilibrio de las economías de mercado en sus versiones walrasiana y austriaca, para ocuparse del capitalismo, de sus desequilibrios y de sus transformaciones. Ser empresario es ser agente del cambio, es romper con la rutina, es desequilibrar

los hábitos apostando por lo nuevo que aún no existe y que él se esfuerza por hacer llegar. El empresario está más allá de la cultura del riesgo, busca atravesar la incertidumbre del futuro construyendo el porvenir.

Schumpeter observa que los empresarios aparecen en «manadas» en los periodos de difusión de las innovaciones radicales. Estas crean un clima intelectual que fecunda la vocación de empresario. El empresario no es un calculador financiero de rendimientos y riesgos que después sopesa las diferentes opciones. Los motivos psicológicos del empresario no se lastran de racionalidad en el sentido en el que la entendemos en la teoría del cálculo económico. No podría nunca haber innovaciones si estos preceptos se aplicaran literalmente. El espíritu de empresa lo motiva la voluntad de poder, el gusto por el éxito y la necesidad de crear. Son las motivaciones que Keynes agrupó bajo la denominación de espíritus animales.

Los empresarios hoy en día se encuentran sobre todo en Asia, pero han aparecido recientemente en América Latina y en África. Desarrollan lo que tres autores indios llaman *jugaad*, es decir, innovaciones indígenas y frugales (N. Radjou, J. Prabhu, S. Ahuja, 2012). Estas innovaciones pretenden mejorar la vida de las comunidades de ingresos modestos (3.000 a 5.000 dólares anuales) porque son inclusivas. Se vuelcan, pues, en una sostenibilidad a la vez socioeconómica y medioambiental.

Apoyándose en conocimientos tecnológicos avanzados, estos empresarios buscan producir medios simples y poco costosos para usos cotidianos que mejoren sensiblemente las formas de vida y que hagan entrar en la modernidad a categorías sociales excluidas de las formas de consumo occidental. Estas innovaciones se practican muy escasamente en las PYMES occidentales y nunca en las grandes empresas, porque la investigación en las grandes organizaciones se ha estandarizado y protegido por las barreras de la propiedad intelectual, una institucionalización que es ajena al espíritu de empresa. Sin embargo, treinta años de desigualdades crecientes de renta y los destrozos causados por el paro de larga duración han excluido a un número de familias cada vez mayor del modo de vida dominante en nuestros países supuestamente desarrollados. Hay, pues, una necesidad de innovaciones frugales para contrarrestar la regresión social en curso.

Estas innovaciones frugales se oponen en su lógica, pero pueden ser complementarias de la I+D organizada. Esta última es intensiva en capital y cara y se produce en el seno de programas rígidos y sometidos a criterios de rentabilidad, que crean aversión al riesgo en las empresas. Es el colmo para las actividades de investigación. Para proteger los resultados de la investigación se trabaja en secreto, justamente lo opuesto de la circulación de los conocimientos que es el vínculo social que se adecuaba al espíritu de innovación.

Pero las redes sociales democratizan el saber más allá de las elites. El problema de organización consiste en concebir sistemas capaces de hacer una integración *bottom up* de los saberes dispersos, por oposición a la difusión *top down* del saber formalizado. Las innovaciones frugales pueden aplicarse a la escasez de recursos naturales encontrando técnicas baratas de consumo con menos empleo de los recursos y pueden aplicarse a la diversidad de los mercados de consumo que se vuelven cada vez más fragmentados con el deseo individualista del consumo a medida. Con la diversidad llega la versatilidad de estilos de vida, que exigen respuestas rápidas por parte de los productores para aprovechar las oportunidades no anticipadas. Esto conduce a la cuestión de la implicación que observamos en las redes de solidaridad chinas. Las redes sociales ofrecen medios para conectar a empresarios y clientes mucho más flexibles que los circuitos comerciales formales. La innovación llega a revolucionar los *business models*, de forma que la organización de las empresas se vuelve menos jerárquica, más horizontal, para implicar a todos los empleados.

Estos son los vínculos entre competitividad, innovación y crecimiento. El desarrollo duradero es una oportunidad formidable para Europa de escapar de la esclerosis que la acecha y que la crisis financiera ha acentuado peligrosamente. La última parte de este capítulo va a tratar de mostrar la nueva frontera del crecimiento para Europa.

### 3. El desarrollo duradero: nueva frontera del crecimiento para Europa

El desarrollo duradero, o también el crecimiento sostenible, es un concepto esencialmente dinámico. Implica ampliar la medida del capital al conjunto de los activos que concurren al mantenimiento y a la expansión del bienestar económico del conjunto de la sociedad en el tiempo. El capital abarca especialmente todos los activos colectivos que pertenecen al conjunto de la sociedad. El cambio de perspectiva, inducido por el enfoque de la sostenibilidad, suscita preguntas relativas a la propiedad intelectual del capital. Elementos tradicionalmente tratados como *inputs* intermedios deben ser reclasificados como inversiones en capital. Es principalmente el caso de los gastos en I+D, antiguamente considerados como un *input* intermedio y que recientemente se han reclasificado como inversión en capital inmaterial en el sistema de contabilidad nacional normalizado de 2008. Es también el caso de la prospección minera, que produce nuevos conocimientos sobre las reservas primarias del subsuelo.

La sostenibilidad es también la nueva frontera en materia de desarrollo. Durante décadas, la acumulación capitalista se ha fundado sobre la hipótesis de que el empleo de los recursos no renovables era barato, que

el volumen de recursos no utilizados era gratuito y que el crecimiento era ilimitado. Este modelo ha perdido progresivamente su pertinencia. El agotamiento del capital natural lo ha convertido en objeto de apropiación por parte de rentas oligopólicas y de maniobras geopolíticas que buscan asegurarse el suministro. Además, los costes derivados del cambio climático son tan inciertos y amenazantes que en los escenarios más desfavorables está en juego el futuro de la humanidad tal y como la conocemos.

La definición y el desarrollo del concepto de crecimiento sostenible pretende introducir las exigencias ecológicas en los modelos de crecimiento con el fin de reformar profundamente las políticas económicas. El crecimiento sostenible inducirá una revolución del pensamiento económico, de la contabilidad, de las políticas públicas y de la organización de las finanzas. Dicho esquemáticamente, integra en el régimen de crecimiento la protección a largo plazo del medioambiente y, por lo tanto, el bienestar de las generaciones futuras.

El cambio climático, la destrucción de la biodiversidad y el regreso de la escasez absoluta plantean desafíos que superan con mucho el horizonte de las cuestiones abordadas en el debate político de las democracias electivas. Esto es así porque el sistema ecológico integra un fuerte componente de inercia y puede también resultar vulnerable a retroacciones divergentes e incontrolables si se superan umbrales desconocidos. Una planificación estratégica de largo aliento es pues indispensable para construir una estrategia de salida de las crisis que sea también una mutación del régimen de crecimiento. Sin embargo, la atracción del inmovilismo es el mayor peligro al que se enfrentan estas democracias que han perdido el sentido del bien común bajo el imperio de los grupos de presión financieros, tanto más cuanto el pretexto de la crisis ha hecho sonar la música obsesiva de la «austeridad de crecimiento», cuya inadecuación para una situación de subempleo masivo y tipos de interés muy bajos ha sido ya examinada en el capítulo 4.

Hacer frente al desafío medioambiental exigirá un esfuerzo sostenido de inversión pública para modificar el tamaño y la composición del capital total con el fin de disminuir su vulnerabilidad ante futuros reveses de los recursos y acontecimientos climáticos catastróficos. De aquí se sigue que la sostenibilidad de la deuda pública requiere programas creíbles de consolidación a corto o medio plazo que no comprometan las inversiones necesarias para un futuro desarrollo sostenible de la economía en su conjunto.

El lema del «crecimiento verde» es en gran parte una ilusión si se reduce al sector de la energía (Huberty y Zysman, 2012). El sector de las energías renovables no puede por sí mismo sostener un crecimiento que garantice empleo para toda la economía. La producción de energía es un sector intensivo en capital, ya sean las energías limpias o sucias. Un

esfuerzo inversor en energías renovables crea empleo temporalmente, pero su destino es reemplazar los empleos que se supriman en las energías contaminantes, de tal forma que el efecto total es modesto.

Una innovación radical tiene el potencial de desplegarse a lo largo de toda la economía transformando la estructura productiva en su conjunto. La adaptación al cambio climático es una innovación radical con la condición de que transforme la distribución de energía y las infraestructuras de transporte, de que haga del ahorro de energía un principio de innovación en todos los bienes de consumo que emplean energía, y de que renueve el hábitat y replantee el urbanismo.

La mayor dificultad para iniciar este cambio tecnológico es el tamaño, la diversidad y la duración de las inversiones necesarias, pero la ventaja es que la mayoría de las inversiones en el desarrollo duradero se inscriben en los territorios. Son medios para reterritorializar la industria, revirtiendo así la desindustrialización, que se ha intensificado a partir de la creación del euro. Una planificación estratégica a escala europea es indispensable para coordinar los instrumentos de política económica necesarios para convertir las virtualidades tecnológicas en oportunidades para los empresarios. Hay que ser capaz de revertir el declive de los gastos en I+D para producir la amplia gama de tecnologías nuevas que podrían incorporar las inversiones industriales. Hay también que detener el hundimiento de la inversión pública en Europa. Los Estados miembros de la zona euro y los gobiernos locales deben programar inversiones de infraestructura indispensables para dar un impulso a la política industrial.

Para que el impulso público se transmita al sector privado, los Estados miembros deberían ponerse de acuerdo para introducir a escala europea regulaciones de mercado de carácter cualitativo, impuestos y subvenciones que favorezcan la inversión innovadora en todos los ámbitos: producción de energía, distribución y uso.

Pero esto ya no basta. Hay que tomar la medida de las innovaciones radicales para suscitarlas. Decir que el medioambiente se ha convertido en una preocupación principal y una oportunidad para un crecimiento sostenible quiere decir que los servicios medioambientales deben evaluarse como un componente esencial de las finalidades del crecimiento. El capital que los produce debe valorarse, por lo tanto, en función de su contribución marginal a la producción de los servicios medioambientales. La teoría del crecimiento enseña que la composición de la inversión y su trayectoria temporal dependen del grado de sustitución entre las formas del capital, en especial entre los elementos del capital natural y las demás formas de capital, para que la producción de bienes mercantiles no destruya más capital natural de lo que acumulan otras formas de capital. Se comprende entonces

que, si existen formas de capital natural no sustituibles que entran en la producción de servicios medioambientales, la conservación de ese capital debe convertirse en una prioridad absoluta de la política económica.

La sustituibilidad entre los tipos de capital es objeto de controversias en cuanto a la urgencia de ceder prioridades medioambientales para acelerar la nueva ola de innovaciones radicales. Así la sustituibilidad entre las formas de energía es débil a corto plazo, pero a largo plazo puede ser elevada. Las fuentes renovables de energía pueden reemplazar a las energías fósiles ;con la condición de que se invierta en nuevas fuentes de energía! Pero, ¿a qué ritmo hay que hacerlo? ¿Cada país deberá hacer su elección diferente y por separado? ¿O Europa podrá encontrar, en una política energética unificada, un ámbito de competitividad frente al resto del mundo, de la misma manera que Estados Unidos cree haberlo encontrado con la tecnología del gas de esquisto que degrada el medioambiente? Una política común de tarificación de las energías fósiles que crezca suficientemente en el tiempo elevaría el rendimiento prospectivo de las inversiones en energías renovables en función de los objetivos de reemplazo que deberían definirse a escala europea. Si la Unión Europea invirtiera en las redes inteligentes de distribución de electricidad y si hubiera comprendido que la resolución de la crisis de la zona euro pasaba por la inversión prioritaria en los países que sufren más agudamente la crisis, sería más eficaz invertir en energía solar en Grecia e importar electricidad en Alemania que buscar cómo producir energía solar a orillas del Mar del Norte. Al mismo tiempo, dejaríamos de cargar a Grecia con todavía más deuda mientras fingimos ayudarla y haríamos la única cosa capaz de superar la crisis: invertir en ella.

Hay, sin embargo, dos formas más de consumo de capital natural que producen degradaciones irreversibles del medioambiente y que amenazan los fundamentos ecológicos de las sociedades humanas y de sus economías con un hundimiento catastrófico: el cambio climático y la destrucción de la biodiversidad. Se admite, en efecto, que la contaminación de origen industrial del agua y de los suelos es reversible si los poderes públicos tienen la voluntad de imponer las normas apropiadas. La sociedad civil puede obligarles a hacerlo si la degradación del medioambiente engendra fuerzas de democracia real. Pero no es este el caso del clima y de la biodiversidad, que son bienes públicos mundiales. En el estado actual de las relaciones internacionales, la gobernanza mundial requerida para redactar y hacer aplicar normas mundiales está aún fuera de nuestro alcance. Sin embargo, Europa, que había adquirido el liderazgo en el establecimiento del protocolo de Kioto, tiene la oportunidad de retomar la iniciativa adoptando una política medioambiental que se adapte al cambio climático y a la reducción de emisiones de gas de efecto invernadero. Además del fortalecimiento de la posición de Europa en las negociaciones internacionales, esta política

tendría la ventaja de definir un proceso, coordinado en sus incentivos y descentralizado en sus realizaciones, de difusión de las tecnologías de bajo carbono en toda la economía. Como esencialmente se implantan en el ámbito local, estas técnicas podrían crear empleo en amplias gamas de actividad y reducir la polarización industrial que ha debilitado la zona euro a partir de su creación.

Como analizaremos en detalle en la sección siguiente, la evaluación de las ganancias de una inversión en esta innovación genérica presupone instituir una nueva unidad de medida que es el valor social o tutelar del carbono. Reconocer un valor social al carbono es instaurar en el cálculo económico el reconocimiento de un valor que es el evitar un daño climático. Se trata de una externalidad que el mercado es incapaz de interiorizar espontáneamente. Se define pues el valor social del carbono como la ganancia marginal consistente en evitar una tonelada suplementaria equivalente de CO<sub>2</sub>. Todo proyecto de inversión orientado al desarrollo duradero, que permita evitar la emisión de gas de efecto invernadero cuyo volumen es cuantificable por agencias independientes especializadas, evita un daño climático cuyo valor es mensurable como el producto del valor tutelar del carbono por el volumen evaluado. Siendo un valor certificado futuro, este producto de la inversión, que se añade a otras ganancias posibles como una mejor eficacia energética, es un activo que denominamos *activo carbono*. Por supuesto, hay que poder financiar las inversiones que producen las sumas de activo carbono y, por lo tanto, construir un sistema financiero capaz de hacerlo, pero sin olvidar que la reglamentación futura de los bancos y los inversores institucionales no es propicia a la asunción de riesgos.

Estas distintas herramientas de una política de innovación deben combinarse en niveles diferentes de responsabilidad política y de acción administrativa. ¿Se puede definir una política industrial a escala europea en la que algunos de sus componentes sean infraestructuras transeuropeas mientras otros se inscriban en los territorios y exijan un aumento de las capacidades de decisión de las regiones?

Una política así requiere mucha inversión a largo plazo que no da frutos sino en el futuro. Los inversores institucionales, que son potencialmente inversores a largo plazo, están en posiciones de retirada. Han tenido severas pérdidas durante la crisis, están siendo penalizados por las políticas monetarias que mantienen tipos obligatorios muy bajos y están sometidos a normas contables o a limitaciones prudenciales que desaniman la asunción de riesgos. No se puede contar con los bancos ni con los mercados de capital para movilizar el ahorro a la altura de lo que va a ser necesario. Hay, por lo tanto, que concebir y construir una nueva intermediación financiera sin la que las inversiones portadores del régimen de crecimiento sostenible no podrían financiarse.

## Los fundamentos de una política industrial de crecimiento sostenible

El crecimiento sostenible implica la conservación del medioambiente a largo plazo y, por lo tanto, supone tomar en cuenta los fundamentos ecológicos de la economía en las inversiones productivas y en los modos de consumo. ¿Cuáles son las variables clave a partir de las cuales sería posible definir una política de crecimiento que respete estos fundamentos?

Sabemos que en una política de crecimiento que los ignora y que además presupone la homogeneidad de las preferencias de los hogares para ignorar los problemas de reparto, existe un tipo de interés óptimo, llamado tipo de interés «natural», que optimiza el bienestar de los consumidores, que se identifica con la maximización del valor actualizado de los flujos de utilidad del consumo presente y futuro. Si hacemos además la hipótesis heroica, que parecerá grotesca tras la crisis financiera monumental de la que experimentaremos durante mucho tiempo las secuelas, de que los mercados financieros son eficaces en sentido fuerte para efectuar la mejor asignación del ahorro, este tipo de interés natural que guía el cálculo de la rentabilidad anticipada de los proyectos de inversión, o tipo de actualización, es igual al tipo de interés del mercado de capitales, o a la curva de los tipos de interés si tomamos en cuenta la multiplicidad de los plazos de deuda. En este universo no hay ninguna necesidad de una política industrial. Basta actuar de forma que los mercados financieros sean eficaces para que las inversiones descentralizadas de las empresas estén perfectamente coordinadas y contribuyan al bienestar óptimo de los consumidores.

Hemos indicado ya en el capítulo 2 las razones por las que las finanzas no puedan ser eficaces en este sentido y que se deben fundamentalmente a la irreductible incertidumbre del futuro, que conduce a una coordinación de creencias que no tiene ninguna razón para coincidir con la que acaba de definirse hace un momento. Esto quiere decir que la coordinación de las inversiones no puede prescindir de una expresión explícita de las elecciones colectivas de la sociedad. Es responsabilidad de la política organizar el debate democrático para expresar estas elecciones y es el deber del Estado el inscribirlas en la economía. El debate democrático debería desbordar el marco formal de la representación parlamentaria para abrirse a la democracia real mediante la representación de la sociedad civil a través de las categorías de productores, consumidores y usuarios.

El problema que plantea la orientación de la inversión es aún más esencial, dado que el funcionamiento de la economía sufre de externalidades masivas consistentes en las constricciones medioambientales. Desde el punto de vista del bienestar social, estas constricciones se manifiestan mediante una débil sustituibilidad entre la utilidad social de los bienes

económicos y la de los servicios del medioambiente. Esto quiere decir que hoy no disponemos, a costes económicos que las hagan rentables, de tecnologías que permitan producir a escala social las utilidades económicas sin destruir el capital natural y sin incrementar el acopio de gas de efecto invernadero y, por lo tanto, sin agravar el riesgo de producir cadenas de retroacción incontrolables en el sistema ecológico del planeta debidas al aumento futuro de la temperatura. Una política de crecimiento sostenible es, pues, una política que se dota de herramientas de medida y que define las variables cruciales para que los proyectos descentralizados tomen en cuenta la mejora de la calidad del medioambiente en el cálculo de rendimientos y riesgos. Estas variables cruciales pueden denominarse nocionales. Son los tipos de actualización y el valor social del carbono antes definido.

### *Los tipos de actualización*

La cuestión del tipo de actualización se plantea en la evaluación de proyectos de inversión que presenten perfiles de riesgo y rendimiento que los penalizan en relación con la renovación de las técnicas existentes según los *benchmarks* proporcionados por los mercados financieros. Esta cuestión ha sido estudiada en profundidad y su importancia subrayada con fuerza por Stern (2007 y 2008)

El hecho de tener en cuenta los servicios del medioambiente revoluciona la problemática del crecimiento respecto a las enseñanzas de la teoría «ortodoxa». En ese corpus, el crecimiento a largo plazo es exógeno. Se llega al volumen de capital de equilibrio que sostiene este crecimiento a largo plazo mediante diferentes perfiles del consumo en el tiempo y, por lo tanto, de distribución consumo/ahorro. Existe un perfil que maximiza el valor actualizado de los flujos de utilidad del consumo. El tipo de actualización es el «precio del tiempo», que efectúa las decisiones entre consumo presente/futuro sobre esta senda. En la economía amenazada por los efectos externos del cambio climático el problema es muy distinto. Las sendas de evolución del consumo no convergen en una senda de crecimiento exógeno a largo plazo. Se trata de evitar las sendas amenazadas por la posibilidad de evoluciones catastróficas. La tasa de actualización depende de la senda, es decir, de cada secuencia incierta de consumo. Se concibe intuitivamente y se puede demostrar rigurosamente que el tipo de actualización es muy sensible al grado de sustitución entre el consumo y el servicio al medioambiente (Guéant *et al.*, 2009). Cuando las constricciones medioambientales son determinantes, porque ha estado demasiado degradado durante demasiado tiempo y porque la degradación ha producido daños irreversibles, el tipo de actualización racionaliza un principio de precaución (Weitzman, 2012). Debe prevalecer un tipo ecológico en el cálculo económico. El tipo

que se aplica a las inversiones de larga duración y flujos de utilidad retardados es siempre más bajo, incluso mucho más bajo, que el tipo de la teoría económica estándar. Stern propone asumir un tipo igual a la preferencia social por el presente y considerar que esta última es casi igual a cero. Esto implica una elección ética que no privilegie el presente. En este caso la sociedad reconoce la importancia que tiene valorar las inversiones que permitan conjurar el riesgo de divergencias climáticas catastróficas que causarían daños sistémicos a las generaciones futuras.

Si la sustituibilidad es débil, en efecto, la contribución de los servicios del medioambiente al PIB se acrecienta al hilo del tiempo con un precio relativo cada vez más elevado. Las cuestiones medioambientales se vuelven primordiales a largo plazo para que el crecimiento siga siendo sostenible. Teniendo en cuenta la inercia y la irreversibilidad de los parámetros ecológicos (sensibilidad del aumento de la temperatura debido al volumen de gas de efecto invernadero y umbrales de temperatura que desencadenan daños acumulativos), hay que invertir desde hoy mismo para minimizar el riesgo de que la tierra sea inhabitable en un plazo de cien años. Estos fenómenos amenazadores obedecen a leyes de probabilidad ajenas a las que se utilizan habitualmente en la evaluación del riesgo financiero y que guían las asignaciones de activos de los inversores financieros. Son leyes de distribución de cola gruesa del lado de las pérdidas, es decir, leyes según las cuales las probabilidades de que ocurra un acontecimiento extremo son mucho mayores que en las leyes de probabilidades «normales». Se puede demostrar que, según estas leyes de probabilidad, el tipo de actualización tiende a cero, es decir, la preferencia social por el presente es casi igual a cero, lo cual hemos justificado antes por razones éticas. Se sigue de aquí que extraer de los mercados financieros un tipo de actualización conduce a uno demasiado elevado como para que sean rentables las inversiones a largo plazo bajo condiciones de incertidumbre radical.

Corresponde a los poderes públicos la organización de un debate democrático informado por expertos en varias disciplinas, de forma que una comisión proponga un rango de valores posibles para el tipo de actualización con las expectativas razonadas de cada propuesta. A escala europea puede ser la Comisión Europea, si es que recupera el papel que Jean Monnet había imaginado para ella, la de una instancia comunitaria de reflexión estratégica. Si no, habría que establecer otro experto colectivo. A partir de esta dilucidación estratégica, la decisión de elegir un tipo de actualización único que se imponga a los cálculos de inversión orientados hacia el desarrollo duradero le corresponde al poder político.

Hace falta aún poder evaluar los flujos de servicios medioambientales producidos por las inversiones proyectadas, compararlos entre sí y compararlos con las inversiones que reproduzcan las tecnologías existentes.

¿Cómo evaluarlos si no tienen valor monetario? La evaluación puede hacerse en parte mediante una medida de eficacia energética. Para orientar estas inversiones desde el punto de vista de la economía de energía, una política de alza progresiva del precio de la energía es indispensable. Por el contrario, una política de bajada sistemática del precio de la energía obtenida mediante inversiones en las técnicas destructoras del medioambiente (fractura hidráulica del gas de esquisto) solo es rentable si la destrucción no tiene precio. Por eso, para contrarrestarla, hace falta todavía estar atentos a otros deterioros del medioambiente que no son tomados en cuenta por el valor social del carbono, como la pérdida de valor de la biodiversidad o el coste de la contaminación local del agua y el suelo.

### *El valor social del carbono y los activos carbono*

La sustituibilidad entre el consumo privado y la calidad del medioambiente es débil en la situación actual. Las condiciones en las que se produce el cambio climático no hacen sino agravarse tras la Cumbre de Río de 1992 donde se concluyó la convención sobre el clima. El crecimiento sostenible conduce pues a invertir en las categorías de capital más eficaces para reducir el deterioro de los servicios medioambientales. Pero las externalidades que así se generan no se reflejan ni en los precios de los bienes (precios corrientes) ni en los valores actualizados de las inversiones (precios nocionales del capital). Solo las políticas públicas pueden incitar adecuadamente al sector privado para que reoriente la acumulación de capital instituyendo un valor social del carbono. Como hemos visto antes, este otorga un valor monetario a un bien público; una tonelada de CO<sub>2</sub> evitada. Se puede llamar a este «bien» el activo carbono.

La institución del valor social del carbono y la evaluación de los proyectos de inversión mediante agencias de expertos independientes permiten valorizar los flujos de activos carbono que se producen por la realización de las inversiones. El valor actualizado de estos flujos permite determinar la rentabilidad esperada de estos proyectos. Hay que distinguir entre el tipo de actualización para guiar la política global de reducción de emisiones de gas con efecto invernadero, que se identifica con la preferencia social por el presente, y el tipo de actualización de determinados proyectos, que añade una prima por los riesgos industriales específicos en el ámbito de inversión considerado.

La cuestión espinosa que se plantea es entonces la siguiente: ¿qué valor del carbono habría que instituir para comenzar y cómo hacer que evolucione en el tiempo? En un universo de «equivalente cierto», es decir, en el que la incertidumbre se aborda mediante el cálculo de una distribución de probabilidad normal (curva de Gauss) se puede definir con precisión

el valor social del carbono si sabemos calcular el coste económico de los daños futuros en función de la concentración de  $\text{CO}_2$ . El valor del carbono se obtiene igualando el coste marginal de la reducción de emisión de una tonelada de  $\text{CO}_2$  y la media del coste actualizado del daño marginal del mantenimiento de esa tonelada en la atmósfera, en tanto la tecnología no permita una reducción de las emisiones del 100 por 100, es decir, en tanto no sea carbono cero. En todos los casos, el valor del carbono se iguala al daño marginal de una emisión suplementaria evitada, el cual aumenta porque, si la emisión hubiera tenido lugar, habría incrementado la concentración del volumen de  $\text{CO}_2$  en la atmósfera.

Pero como ya se ha insistido, la incertidumbre climática no es en absoluto de esta naturaleza. En esta elección social hay que arbitrar entre dos imperativos contradictorios que corresponden a dos categorías de incertidumbre de las cuales ninguna obedece a una ley conocida; la incertidumbre sobre la extensión y el perfil temporal del calentamiento global, por un lado, y la incertidumbre sobre el progreso técnico endógeno, por otro. Tomar esto en consideración conduce a perspectivas opuestas sobre la política del precio del carbono.

La incertidumbre sobre la extensión y el perfil temporal del calentamiento global conduce a privilegiar el principio de precaución, es decir, a consentir un esfuerzo inicial de inversión elevado en las técnicas de bajo carbono para suavizar el impacto de acontecimientos extremos posibles. La elección política se guía por un principio ético: un esfuerzo inicial de reducción importante limita el riesgo para las generaciones futuras. La invitación económica a tal esfuerzo requiere un valor inicial del carbono lo bastante elevado como para enfrentarse a la irreversibilidad medioambiental.

La incertidumbre sobre el progreso técnico endógeno tiene dos componentes: por una parte, la incertidumbre sobre la disponibilidad futura de las innovaciones radicales (secuestro del carbono, energía termonuclear, pila de combustible, etc.) y, por otra, sobre la velocidad de difusión del progreso técnico incremental para reducir el coste de las técnicas conocidas de reducción. Hay pues una irreversibilidad técnica cuyo coste es el valor de la opción de esperar a los conocimientos futuros, lo cual conduce a defender un valor de carbono inicial bajo y hacerlo crecer con el tiempo. Además, si la irreversibilidad de una inversión demasiado precoz resultara ser superior al coste de la irreversibilidad medioambiental, la opción de esperar estaría justificada.

Para ayudar a la decisión política existen modelos de control óptimo de las decisiones secuenciales, que maximizan una función de utilidad social intemporal y toman en cuenta la sustituibilidad imperfecta entre

el consumo y los servicios medioambientales (Hourcade *et al.*, 2012). Las constricciones económicas se describen mediante la acumulación de capital que incorpora el progreso técnico. La función de coste de reducción de las emisiones debe ser compatible con una restricción de un porcentaje de descarbonización en un determinado número de años, la cual depende de los costes de innovación de las tecnologías de bajo carbono. La función de los daños resulta del proceso de degradación del medioambiente bajo el efecto de la acumulación de gases de efecto invernadero, de la sensibilidad de la variación de temperatura en estos volúmenes y del crecimiento económico. Se han hecho miles de simulaciones a partir de experimentos aleatorios sobre los parámetros cruciales. Se ha introducido también una función de aprendizaje que incorpora las informaciones nuevas sobre el cambio climático.

Cada escenario es una trayectoria de crecimiento que calcula un valor social del carbono en cada punto de la línea temporal. Se puede entonces calcular para cada escenario el valor social medio del carbono asociado a una trayectoria. Es el valor medio del coste marginal actualizado de la reducción de emisiones respecto al nivel de emisión del periodo, definiéndose el tipo de actualización como acabamos de indicar. Si asignamos probabilidades subjetivas en los diferentes escenarios se pueden calcular los rangos de evolución para el valor social del carbono según la restricción de reducción que queramos alcanzar.

¿Cuál es el perfil temporal del valor social del carbono? Es un perfil gaussiano a muy, muy largo plazo. En tanto los recursos fósiles sean aún abundantes, el valor social del carbono aumenta hasta el techo de concentración. Su aumento ralentiza la extracción de recursos fósiles y por ende las emisiones de CO<sub>2</sub>. Cuando los recursos fósiles se agoten, la renta de escasez se incrementa mucho y hace disminuir la extracción. El valor elevado del carbono en la fase precedente ha provocado las inversiones en bajo carbono en la producción de energías renovables y en la eficiencia energética. El valor social del carbono puede entonces empezar a bajar a medida que el régimen de crecimiento esté dominado por el desarrollo duradero.

Según el CIRED (Hourcade *et al.*, 2012), si suponemos que a un precio de 250-300 dólares el barril de equivalente de petróleo el empleo de energías fósiles se abandona y que 750 partes por millón es la concentración máxima tolerable en equivalente de CO<sub>2</sub>, el punto medio de simulación da un nivel inicial de 60 dólares (46 euros a una cotización de 1,3 dólares por euro).

El conjunto de estos análisis pone los cimientos de una política industrial de crecimiento sostenible.

## El contenido de una política industrial de crecimiento sostenible

Teniendo en cuenta lo que acabamos de demostrar, la política industrial no tiene nada que ver con la caricatura que de ella hacen los partidarios del ultraliberalismo para así afirmar mejor su credo. En la perspectiva del desarrollo duradero, la política industrial es el modo de coordinación que debe paliar el fracaso total de la coordinación espontánea del mercado para desencadenar y después orientar las inversiones que la supervivencia del planeta requiere.

A escala del conjunto de Europa se trata, contrariamente a una ideología que conduce al capitalismo y a toda la sociedad en su estela hacia el abismo, de tener en cuenta estos resultados, para lo cual es necesario que las autoridades políticas europeas tengan una perspectiva amplia inspirada por un principio ético que les decida a crear los activos carbono. La renovación del crecimiento depende de la institución de un valor carbono suficientemente elevado y creciente en el tiempo según una trayectoria preanunciada. Depende también de un sistema institucional constituido por agencias independientes de evaluación de los volúmenes de activos carbono en los proyectos de inversión innovadores para decidir si merecen un sello de desarrollo duradero. Depende en último lugar, como veremos en la última parte de este capítulo, de la formación de un sistema financiero capaz de financiar las inversiones necesarias a largo plazo. Se trata, en efecto, de superar la negativa, tanto de los bancos como de los mercados, de asumir el riesgo tecnológico a largo plazo.

La renovación de la política industrial en Europa consiste pues en construir un nuevo paradigma económico inclusivo en el que la reversión de las desigualdades sociales mediante la creación de empleo esté intrínsecamente ligada a la restauración de los ecosistemas. Este paradigma es también un modo de vida que se basa en las energías renovables, en los modelos de transporte diversificados, en la renovación del hábitat y en el reciclaje generalizado. El paso de una sociedad del despilfarro a una sociedad de la conservación devolvería a Europa a la primera fila del progreso social, al lugar que ocupó gracias al desarrollo del modelo redistributivo de la posguerra. Y ello le permitiría retomar las riendas de las negociaciones climáticas futuras.

A partir de este zócalo redefinido de regulación económica, la realización concreta de las inversiones innovadoras debe descentralizarse para superar la polarización industrial que hemos visto en los capítulos 2 y 3 y que es la aporía más grave que amenaza con hacer estallar Europa. No se puede superar esta aporía con las escaladas deflacionistas. Únicamente puede efectuarse mediante inversiones que renueven el modelo de crecimiento. Y las inversiones de desarrollo duradero tienen, en parte, la característica de ser territorializadas.

Además de las condiciones primordiales de la inversión productiva, una política industrial europea debe contemplar la competitividad en el sentido que la hemos definido en la primera sección de este capítulo. Como hemos visto, el primer determinante de la competitividad es la calidad de las relaciones laborales, las cuales no son tan solo conflictivas en la mayoría de los países, sino que las «reformas estructurales» propuestas por la Comisión y avaladas por los países las van a envenenar todavía mucho más. Es difícil, en efecto, mejorar las relaciones laborales y esperar un incremento de la productividad si se defienden las bajadas masivas de salarios, a la vez que se aplastan los gastos del Estado y, por consiguiente, la inversión en capital humano para la reconversión de los trabajadores. Así como la austeridad generalizada va a hundir a Europa entera en la recesión, el descenso inducido de la productividad se va a comer las reducciones salariales, de manera que incluso la competitividad vista desde el prisma de los costes salariales no tiene apenas posibilidades de mejora.

Por eso Philippe Herzog (2012) aboga por la implementación de la flexiseguridad en Europa para formar un mercado de trabajo europeo. Habría que asegurar las transiciones profesionales, lo que quiere decir reconocer las cualificaciones profesionales entre empresas y entre Estados miembros. Tendría que existir también un salario mínimo en cada país mediante una armonización fiscal mínima para detener el *dumping* fiscal, temiblemente destructor en un clima económico depresivo.

Después, las industrias de redes de bienes públicos europeos permitirían enlazar las regiones y dinamizarlas en una unión para la innovación, que es lo que pretendió hacer la estrategia de Lisboa en 2000 y que fracasó por la falta de compromiso de los Estados. La innovación es una interfaz entre sociedad y saber y, por lo tanto, necesita de universidades tecnológicas que cooperen, de inversiones humanas prioritarias en los países en dificultades, de estructuras de valorización. En resumen, de todo lo que Alemania ha hecho por su cuenta. No es solo que los fondos estructurales sean claramente insuficientes, ¡es que no se emplean en la innovación!

A modo de prioridad en el desarrollo duradero, Europa, que empezó su construcción a través de la CEECA, es incapaz de fundamentar una política coordinada de energía cuyos objetivos son sin embargo evidentes: disminución masiva de las emisiones de CO<sub>2</sub>, aseguramiento del aprovisionamiento de los países miembros, fortalecimiento de la solidaridad entre todos los países mediante inversiones que propicien el aumento de la competitividad de todos. Además de la tasa carbono común y el tipo de actualización único, la solidaridad energética requiere la financiación compartida de las energías renovables sobre los territorios en los que las condiciones son más favorables y la dirección europea de las políticas más estructuradoras: redes de transportes ferroviarios transeuropeos y redes de

distribución de energía de amplia extensión. Hace falta, pues, una planificación estratégica de las redes de transporte y de desarrollo regional para revertir la polarización industrial.

Nada es insuperable en la puesta en práctica de estas coordinaciones. El mayor obstáculo es intelectual. Hay que revertir totalmente la ideología de la competencia a partir de la cual la burocracia de Bruselas ha construido su poder y de la que se nutren los políticos, una parte de la comunidad académica y los medios de comunicación. Es una ideología completamente orientada hacia el consumidor que cree que la innovación surge espontáneamente de la competencia. Es, por lo tanto, una ideología que pretende que la sustituibilidad entre el consumo de mercancías y los servicios medioambientales es elevada, cuando en realidad es muy débil y las externalidades se multiplican por doquier. Es un error cardinal.

Esta ideología se extiende hasta el ámbito del desarrollo local. La industria del automóvil es un caso ejemplar. Esta última ha sido el orgullo de la época de madurez de la producción en masa. Es aún una industria estructurante por la multitud de subcontratistas que la alimentan, por su influencia en los territorios y por su peso en las exportaciones. Sin una política de reestructuración drástica impulsada a escala europea, la industria del automóvil está amenazada por una crisis catastrófica. El debilitamiento de la demanda es estructural y se agrava por la depresión macroeconómica que sufre Europa. Hay que volver a pensar completamente el lugar del automóvil en un plan de conjunto de los transportes y de la urbanización orientado por las bajas emisiones de carbono. Esto era evidente al menos desde 1998, cuando la demanda tendencial tocaba techo en los países «ricos», pero no se hizo nada al respecto. Los fabricantes estaban confortablemente instalados en la ilusión de que la demanda podría crecer indefinidamente, porque creían que no tenían nada que temer de la competencia de los países emergentes. En cuanto a los Estados, el desarrollo duradero ha sido la última de sus preocupaciones. Ahora los dos protagonistas están colocados en posiciones defensivas por no haberse replanteado el lugar del automóvil en un plan de conjunto de los transportes y de la urbanización: ¿qué infraestructuras son necesarias para una urbanización compacta, que reduzca el espacio que consume el automóvil y que opte por el desarrollo de vehículos limpios? ¿Cómo diseñar la complementariedad de los modos de transporte en los espacios interurbanos?

El nivel local y el nivel regional de decisión deben ser robustecidos e integrados estrechamente en la planificación estratégica del desarrollo duradero. En efecto, el hábitat y los aparatos domésticos tienen un enorme potencial inexplorado de economía de energía (Brown, 2011), al igual que la iluminación con lámparas fluorescentes y diodos electroluminiscentes. Los aparatos electrodomésticos pueden ser una fuente de innovación si

se implantan normas de consumo exigentes y eficaces, según el modelo japonés. En Japón la reglamentación está concebida para vincular estrechamente la innovación, el ahorro energético y la reducción del carbono. Para explotar permanentemente los progresos técnicos, las normas de consumo de los aparatos eléctricos se fijan de manera que los aparatos hoy más eficaces fijan la norma de los que se venderán mañana. Esto ha permitido en diez años un salto de eficacia energética de entre un 15 y un 83 por 100 dependiendo de los electrodomésticos.

En los edificios, la renovación afecta sobre todo al aislamiento, la calefacción y la climatización. Este sector es a la vez el más despilfarrador de energía y la fuente mayor de emisiones de carbono. La renovación de un antiguo edificio, emparejada con una fuente renovable autónoma de electricidad para la calefacción, la climatización y la iluminación, produce un edificio bajo en carbono, incluso cero en carbono. Revierte de nuevo en el gobierno la responsabilidad de definir un plan a largo plazo de renovación sistemática del hábitat urbano antiguo. Hacen falta a la vez medios financieros importantes e incentivos mediante los precios. Los economistas del medioambiente defienden que estos incentivos tengan lugar en el momento de las ventas bajo la forma de un bonus/malus. Los compradores que se comprometan a hacer las obras pagarán derechos de transmisión menores.

Las normas e incentivos varios no sustituyen la eficacia de la tasa carbono general, ya que esta además de hacer rentables las inversiones que no lo son en el sistema de precios actual, permite en realidad construir el sistema financiero indispensable para una dotación de inversiones dedicadas al desarrollo duradero. Estas inversiones deberían alcanzar los 200 millardos de euros anuales a lo largo de diez años para transformar realmente el régimen de crecimiento. Financiar las inversiones cuantiosas en valor, de larga duración y portadoras de riesgos industriales no está al alcance del modelo de mercado desregulado que ha demostrado su ineficacia y su inestabilidad durante la crisis. La recuperación del crecimiento potencial en Europa no será posible sin una transformación profunda del sector financiero.

### **Financiar las inversiones a largo plazo vinculadas al desarrollo duradero**

#### *Inadecuación entre la oferta y la demanda de financiación a largo plazo*

Cuando se habla de financiación de las inversiones productivas innovadoras bajo la forma de proyectos, se piensa en bancos de financiación y en la nebulosa de los inversores financieros no bancarios, estos últimos vía los mercados de obligaciones y de acciones. Sin embargo, la crisis financiera y sus secuelas, especialmente las regulaciones prudenciales en curso de elaboración, han hecho que la mayoría de estos actores financieros sean

incapaces de asumir riesgos o que opten por el inmovilismo, todo ello envuelto en una profunda aversión a la financiación a largo plazo.

El sistema bancario europeo está muy concentrado y muy subcapitalizado. Los bancos son también muy dependientes de los mercados de liquidez al por mayor, tanto porque sus activos en balance son superiores a su base de depósitos como porque su recurso inmoderado a las actividades de negociación de títulos con intención especulativa exige mucha financiación a muy corto plazo. La crisis financiera de 2008 ha dejado cicatrices en los balances, tanto más persistentes cuanto los gobiernos de los países de la zona euro no han hecho nada para sacar los créditos dudosos de los balances bancarios ni para recapitalizarlos. Se han limitado a congelar estos créditos, suspendiendo la evaluación a precios de mercado para no reconocer las pérdidas potenciales con la esperanza de que la vuelta a la prosperidad restableciera automáticamente los balances.

La crisis de la zona euro ha golpeado a este sistema bancario debilitado. Para intentar recuperar la salud, los bancos se atiborraron de títulos soberanos aprovechándose de las emisiones de títulos necesarios para financiar los planes de reactivación de 2009. ¡Anda que no era cómodo y seguro financiarse a un 1 por 100 de media y colocar fondos entre un 3 y un 4 por 100, sin tener que aportar capital obligatorio, puesto que estos títulos se consideraban sin riesgos bajo Basilea II! He aquí un margen sin riesgo que no exigía tesoros de inteligencia para su gestión. Y esto sin tener en cuenta la crisis de la zona euro que golpeó a partir de mayo de 2010. Los bancos quedaron encadenados a la suerte de los Estados. La pérdida del estatus de títulos sin riesgo de las deudas de determinados Estados debilitó los balances bancarios y desplomó su valor bursátil. Ese choque, sumado a la herencia de los créditos de dudoso cobro anteriores, conllevó importantes necesidades de capital que no era posible obtener en el mercado. Los bancos fueron obligados a vender sus activos y reducir sus créditos o, en cualquier caso, a no aumentarlos excepto con enorme prudencia. En el peor de los casos, necesitaron el capital público, lo que incrementó la carga presupuestaria de los Estados más frágiles.

Esta situación no es pasajera. Los bancos tendrán que cambiar su modelo de gestión para adaptarse a un ambiente financiero muy distinto del que prevalecía antes de la crisis. En primer lugar, Basilea III impone fondos propios verdaderos mucho más elevados, fuentes de liquidez menos dependientes de los mercados monetarios al por mayor y provisiones contingentes. *Se va a producir, por lo tanto, una demanda permanente mucho más elevada de los activos susceptibles de ser utilizados como colaterales de las refinanciaciones.* Después vendrán las reformas estructurales, como ya ha sucedido o está sucediendo en los países anglosajones, para separar o aislar las funciones básicas de los bancos comerciales de las operaciones financieras

emprendidas por los bancos universales, de forma que se elimine la garantía implícita que subvenciona las actividades inversoras orientadas hacia la especulación. Los bancos deben ser incentivados para que una parte más importante de sus ingresos por intermediación crediticia sea menos volátil. La financiación de los proyectos dependerá, por lo tanto, de la importancia de los fondos propios, de acuerdos conjuntos de garantías públicas y de operaciones con proveedores de capitales en las que los bancos aportarían más su experiencia que sus medios financieros.

Hay, por lo tanto, que dirigirse a los proveedores de capitales «naturales», que son los inversores denominados de largo plazo: familias capitalistas ricas, fondos de dotaciones universitarias, fondos soberanos, fondos de pensiones y compañías de seguros de vida. En este conjunto, las dos últimas categorías, denominadas inversores institucionales, son de lejos las más importantes en la Unión Europea, aunque han sufrido mucho con la crisis. Las pérdidas han sido muy fuertes en 2008 y 2009 en lo que se refiere a las carteras de acciones y a los créditos estructurados ligados al sector inmobiliario. Posteriormente, el repliegue a los activos seguros ha conducido a detentar títulos cuyos rendimientos son muy débiles, dadas las políticas monetarias aplicadas para garantizar un coste mínimo a las finanzas públicas. En cuanto a las deudas públicas retribuidas con tipos elevados, están acompañadas de un riesgo de insolvencia que las convierte en inapropiadas para que las detenten instituciones financieras con responsabilidades fiduciarias. El resultado de estas evoluciones desfavorables es una subfinanciación de los planes de jubilación por parte de los fondos de pensiones y una reducción del capital de las compañías de seguros. Además, las políticas monetarias que intentan mantener los tipos muy bajos durante un largo periodo de tiempo hacen que la rentabilidad conseguida por las compañías de seguros sea inferior al rendimiento mínimo requerido para hacer frente a los compromisos de pasivo. Finalmente, los inversores institucionales se someterán a normas contables y regulaciones prudenciales que incrementarán aún más la vulnerabilidad de sus balances ante la volatilidad de los mercados y que les obligarán a estrategias muy prudentes de cobertura y exposición al riesgo. Como consecuencia, *creer que los inversores institucionales van a reemplazar a los bancos en la financiación de proyectos industriales arriesgados es una pura ilusión.*

Nos encontramos entonces ante la paradoja de enormes necesidades de inversión para salir de la crisis y de la retirada de los inversores institucionales por causa de la misma. Contrariamente a Asia, la zona euro no dispone ni de fondos soberanos ni de bancos de desarrollo públicos con amplios recursos al servicio de políticas de infraestructura bien definidas. Contrariamente a los países anglosajones, no dispone de la organización de los *business angels*, ni de fondos de inversión-riesgo y ni de mercados

de presentación en Bolsa de compañías innovadoras susceptibles de desarrollar empresas schumpeterianas a gran escala. Si estas estructuras no se desarrollaron en el periodo álgido de los mercados financieros, sería muy sorprendente esperar que se desarrollen en el periodo actual. Sería el momento de entender que las inversiones que permitirán salir de la crisis mediante el crecimiento sostenible no podrán ser financiadas si los gobiernos son incapaces de organizar a escala europea un modelo de financiación basado en una asociación estrecha entre los sectores público y privado. Se trata de innovar en términos de estructuras financieras a la altura de los desafíos tecnológicos y sociales del desarrollo duradero.

Sobre la base de los activos carbono definidos antes, que han de valorizarse con ayuda de un precio inicial lo suficientemente elevado y que deben evolucionar según una trayectoria anunciada, un acuerdo entre los gobiernos deseosos de dar un impulso a la innovación baja en carbono definiría un referente para medir el rendimiento de los proyectos. Un componente del valor de estas inversiones, puesto que podría entrar en el flujo de los ingresos futuros, es el valor del carbono eliminado y certificado por las agencias especializadas de evaluación. Podrían adherirse activos financieros a este activo real para financiar las inversiones que lo produzcan, pues el valor carbono es unificador y permite la intercambiabilidad de los títulos que se basen en él. Podrían así crearse dos tipos de activos financieros mediante dos esquemas diferentes de intermediación financiera: certificados carbono asociados a una intermediación bancaria y obligaciones carbono asociadas a una intermediación no bancaria y destinadas a los inversores institucionales (Aglietta y Hourcade, 2012).

### *Una intermediación bancaria que implique al banco central*

Si queremos dar un impulso decisivo a la financiación bancaria del desarrollo duradero hay que poner el activo carbono en el corazón del sistema monetario del euro. El activo carbono es un activo real. Tiene un precio garantizado por decisión política. Su «cantidad» la determinan las declaraciones de buena realización de los proyectos bajos en carbono por las agencias públicas independientes. Por mediación de los bancos centrales nacionales, el BCE puede comprar a su criterio las sumas de declaraciones de activos carbono producidas en los distintos territorios. Compra entonces un activo real. Como contrapartida emite certificados carbono de valor garantizado que entran en las reservas de los bancos, lo que permite reducir sensiblemente los riesgos de los bancos para las financiaciones de inversiones certificadas. En cuanto a la magnitud total de certificados carbono, este estaría limitado no solamente por el volumen de activos carbono que el banco central decidiera comprar, sino también porque la suma total de

estos se halla limitada por el objetivo gradual de reducción de las emisiones de CO<sub>2</sub>, esto es, por una limitación física.

Nada habría cambiado, por lo tanto, en la doctrina de la política monetaria por el hecho de la incorporación de este nuevo activo. El banco central determinaría la suma de certificados carbono incorporados en la base monetaria en función de sus objetivos macroeconómicos, del valor social del carbono y de los activos carbono comprobados por las declaraciones de las agencias. Los bancos de desarrollo y de financiación podrían financiar las inversiones bajas en carbono mediante préstamos, cuyos costes serían bonificados por la disminución del riesgo debido a la obtención de certificados carbono en sus reservas (cuadro 6.2).

CUADRO 6.2

BALANCES BANCARIOS DE UNA INTERMEDIACIÓN QUE SE  
BASE EN EL ACTIVO CARBONO

Banco Central		Bancos de financiación y desarrollo	
Activo	Pasivo	Activo	Pasivo
Reservas de cambio	Billetes	Reservas (una parte de las mismas certificados carbono)	Depósitos y empréstitos ordinarios
Títulos del mercado	Depósitos bancarios	Préstamos comerciales	Obligaciones emitidas sobre proyectos de bajo carbono
Activos carbono	Certificados carbono	Préstamos sobre proyectos de bajo carbono	Capital

El dispositivo público-privado no crea ninguna institución nueva. Se moldea sobre la política monetaria.

*Una intermediación no bancaria basada en un Fondo Verde Europeo*

Este esquema de intermediación fortalece la financiación de una política de crecimiento europeo. Implica la participación del presupuesto europeo más allá de la reorientación de los fondos estructurales. Invita también a la creación de un nuevo intermediario financiero público: un Fondo Verde Europeo (FVE). Parece un procedimiento más claro que extender las prerrogativas del Banco Europeo de Inversiones.

Un aumento del presupuesto europeo es probablemente necesario para dotar al FVE, intermediario financiero público independiente, de un capital

garantizado por el conjunto de los países dispuestos a comprometerse en una nueva política industrial. Una tasa sobre las transacciones financieras o el gravamen en las fronteras de una tasa carbono europea serían impuestos adaptados al objetivo de constituir una dotación de capital.

El FVE estaría también garantizado por un conjunto de países, idealmente por toda la zona euro, incluso por la totalidad de la Unión Europea con la excepción de Gran Bretaña. En su pasivo el fondo emitiría obligaciones por un múltiplo del capital poseído. Estas obligaciones se destinarían a los inversores institucionales. El FVE sería un mero intermediario que no tendría vocación de financiar directamente los proyectos de inversión. Financiaría un amplio conjunto de especialistas que interverdrían en amplias gamas de proyectos. El FVE podría adquirir partes de fondos de *private equity*, participar en la obtención de capitales por parte de los fondos de inversiones en infraestructuras, comprar obligaciones europeas largas para financiar proyectos comunitarios estructuradores ligados a la política energética y de transporte. El cuadro 6.3 esquematiza esta intermediación.

CUADRO 6.3

## INTERMEDIACIÓN FINANCIERA MEDIANTE UN FONDO VERDE EUROPEO

Actores financieros especializados		Fondo Verde Europeo		Inversores institucionales	
Activo	Pasivo	Activo	Pasivo	Activo	Pasivo
Activos carbono resultado de proyectos validados	Préstamos del FVE	Préstamos a los financieros de activos carbono	Obligaciones sobre activos carbono	Obligaciones sobre activos carbono	Ahorro colectivo (planes de jubilación, seguros de vida)
	Otros empréstitos	Bonos de proyecto		Otras obligaciones	
Otros activos	Capital	Aportación de fondos propios	Dotación en capital	Acciones	Capital

El FVE podría diversificar su financiación, y por lo tanto sus riesgos, en un amplio conjunto de organismos especializados en la financiación de carteras de inversiones innovadoras. Gracias a esta gran diversificación en un gran número de industrias se puede avanzar la hipótesis de que el activo total del FVE tendría una asignación de pérdidas normalmente distribuidas. Admitamos un rendimiento del 5 por 100 y una desviación típica del 1,5 por 100. Sea A la cantidad de los activos del FVE y K su dotación en

capital. Un apalancamiento de 10 da como resultado  $\text{Prob}\{K = A/10 \geq \text{VaR}(0,1 \text{ por } 100)\} = 99,9$  por 100. Un apalancamiento así es pues seguro. Una dotación en capital de  $A/10$  permite emitir  $B = (9/10)A$  de obligaciones de alta calificación con destino a los inversores institucionales. Estos podrían diversificar sus carteras con una nueva clase de activos débilmente correlacionados con los activos existentes. Además la estabilidad de los rendimientos que los inversores pueden esperar vendría de la previsibilidad del precio del carbono. Contrariamente a los mercados de los derechos a contaminar, el compromiso por parte de los poderes públicos de una trayectoria de evolución del valor del carbono evita toda especulación. Un nuevo activo poco correlacionado con los activos existentes y del que conocemos el precio de base no puede por menos que atraer a los inversores institucionales faltos de activos a largo plazo con rendimientos estables. Finalmente el esquema que presentamos en el cuadro 6.3 es a la vez europeo y descentralizado gracias a la multiplicidad de los actores financieros especializados. Abraza la política industrial territorial que es indispensable para reducir las heterogeneidades de la zona euro.



## CONCLUSIÓN

# ALEGATO POR LA VALENTÍA POLÍTICA

JEAN MONNET RESUMIÓ su visión política mediante la fórmula siguiente: «No coaligamos los Estados, reunimos a los hombres». Esta visión de Europa, puesta en práctica por lo que se ha denominado la trayectoria comunitaria, le enfrentaba al general De Gaulle, que se negaba a cualquier transferencia de soberanía y para quien Europa se resumía en Francia y Alemania. El resto no contaba para él. Se podría creer que nada ha cambiado en el pensamiento de las elites políticas francesas. Toda línea política se resume en la famosa pareja franco alemana. Esta línea es la que ha seguido, en una posición de inferioridad patética, Nicolas Sarkozy. Pero recorre la historia de la diplomacia europea de Francia desde la posguerra. Mitterrand y Kohl cerraron el compromiso que conduciría a la creación del euro para amarrar Alemania a Europa, mientras que Kohl se adentraba a marchas forzadas en la unificación alemana. Es el mismo estado mental que reinaba, casi treinta años antes, cuando Adenauer y De Gaulle escenificaron la reconciliación franco alemana.

El problema es que, al reunirse para proceder a la creación del euro en diciembre de 1991 en Maastricht, el Consejo Europeo introdujo por su cuenta una institución, el Banco Central Europeo, que constituye un germen de soberanía federal a la vez que la niega implícitamente. La moneda es política. Esta dimensión política atañe sobre todo a los ciudadanos. Compartimos, en efecto, el uso de una misma moneda, pero ello permanece en el orden de los intercambios mercantiles, mientras que es extranjera a todos los Estados. Es una configuración análoga a la del patrón oro. Mediante la convertibilidad del oro, la burguesía de la *belle époque* podía creerse ciudadana del mundo, pero ello no fue impedimento para que los Estados se lanzaran unos al cuello de los otros en la abominación de la Primera Guerra Mundial.

Jean Monnet tenía razón. Solo la agrupación de los ciudadanos puede impedir el desgarramiento de la rivalidad de los Estados. La concertación intergubernamental no puede desembocar más que en compromisos precarios, ¡tanto más precarios cuanto que se pretende compartir una misma

moneda! Pero reunir a los ciudadanos por encima de los Estados nación exige instituciones democráticas supranacionales. En este libro lo hemos observado en el plano económico, y hemos expuesto que las razones del fracaso de la zona euro radican en la incompletitud de este. Si admitimos que la constitución de un derecho federal es la condición de la soberanía del euro, debemos definir, como hemos intentado hacer en este libro, qué ámbitos de ejercicio de un poder federal legitimado por este derecho darían completitud al mismo. Estas instituciones supranacionales deben, en efecto, tener una legitimidad democrática. Es preciso entonces que los ciudadanos, en el conjunto de los países que aceptan estas instituciones, reconozcan que pertenecen también a una misma comunidad mayor que sus países. ¿Cómo es posible esto cuando las políticas de austeridad en vigor hacen todo lo posible para enfrentar a los ciudadanos de unos países contra otros? Aquí es donde a las elites que pretenden gobernarnos les falta inteligencia política para reconocer que van por el mal camino. Hace falta también valentía política para proponer a los ciudadanos las razones para vivir juntos.

Regresemos a la lógica comunitaria iniciada en la década de 1950. Se acostumbra a decir que se adoptó para evitar el regreso de la guerra en Europa, lo cual es verdad en lo que respecta a la actitud de los gobernantes en las relaciones entre Estados. Pero la guerra había sido el crisol de algo muy diferente: una transformación profunda de las sociedades. Las sociedades civiles no salieron de la guerra igual que habían entrado. En los países que constituyeron el zócalo de la comunidad europea se había desarrollado un mismo tipo de contrato social que los distinguía del resto del mundo con la excepción de los países escandinavos. La protección social universal, el derecho al trabajo, el reconocimiento sindical y la negociación colectiva, estas innovaciones sociales, que se resumen en lo que Pierre Rosanvallon (2011) ha llamado la sociedad de redistribución, han sido comunes a estos países. La integración europea se constituyó en una trayectoria comunitaria que se inscribía en el modelo de libre mercado, que avanzaba a partir de finales de la década de 1950 en el mundo occidental, pero lo superaba, porque estos países compartían un mismo contrato social. Los valores de solidaridad contenidos en el progreso social que compartían los países de la Comunidad Europea lo distinguían tanto de la filosofía política anglosajona como de los tipos de sociedades existentes en el resto del mundo.

La mutación del capitalismo, que se ha edificado sobre la crisis inflacionista de la década de 1970 y que culminó en la crisis financiera de finales de la década de 2000, ha destruido el contrato social europeo de redistribución. Moneda incompleta y exterior a los Estados, el euro no ha protegido en absoluto a los países europeos de esta destrucción. Es pues evidente que no puede ser legítimo a los ojos de los ciudadanos que sufren de pleno

los golpes de la crisis. No podría haber avance institucional capaz de salvar la zona euro sin un nuevo contrato social. Creer que la concertación intergubernamental podría culminar en un corsé de reglas que darían un futuro a Europa es realmente una ilusión. Y es al mismo tiempo un delito manifiesto contra la democracia. Por eso en nuestros dos últimos capítulos hemos vinculado estrechamente la cuestión de la unión política y la de un proyecto de crecimiento. No se trata de una cuestión cuantitativa, de una tasa de crecimiento del PIB preferible a otra. Se trata de refundar un contrato social que no puede ser una vuelta a un contrato de redistribución. Es un contrato de participación de los ciudadanos en una transformación de los modos de vida que hará retroceder la desigualdad uniendo estrechamente el empleo con la conservación del medioambiente en los territorios. Dicho de otra manera, un contrato de desarrollo duradero que conduciría a relanzar la innovación. Este contrato implica a la vez instituciones europeas en el ámbito financiero, una programación estratégica europea que actúe mediante una reforma del sistema de precios y una descentralización territorial de los proyectos industriales que podrían estar bajo el control ciudadano. Los proyectos transregionales que no pasen por las relaciones interestatales serían los vectores de la emergencia de la conciencia de una pertenencia europea.

Una Europa en vías de renovación según este contrato social recuperaría un papel eminente en la gobernanza mundial que necesariamente tendrá que trenzarse para responder a los desafíos globales del planeta. Así Europa podría, en el plano político, zafarse del destino que su geografía y su declive económico le asignan: ser un apéndice de Asia.



# BIBLIOGRAFÍA

- Abbas, A., Belhocine N., El Ganainy A., y Horton, M., «A historical public debt database», *IMF Working Paper*, 2010.
- Aglietta, M., *Régulation et Crises du capitalisme*, París, Calmann-Lévy, 1976 [ed. cast.: *Regulación y crisis del capitalismo: la experiencia de los Estados Unidos*, Madrid, Siglo XXI de España, 1979].
- Aglietta, M. y Rebérioux, A., *Dérives du capitalisme financier*, Albin Michel, 2004.
- Aglietta, M., Khanniche, S., y Rigot, S., *Les hedge funds. Entrepreneurs ou requins de la finance?*, París, Perrin, 2010.
- Aglietta, M., *Zone euro. Éclatement ou fédération*, París, Michalon, 2012.
- Aglietta, M. y Hourcade J.-C., «Can indebted Europe afford climate policy? Can it bail out its debt without climate policy?», *Intereconomics*, 3, 2012.
- Alesina, A. y Giavazzi, F., «The austerity question: “How” is as important as “how much”», *VoxEU.org*, 3 de abril de 2012.
- Arrow, K., «The economics implication of learning by doing», *Review of Economic Studies*, vol. 29, 1962, pp. 155-173.
- Artus, P., «Quels pays de la zone euro sont compétitifs, quels pays ne le sont pas?», *Flash Natixis*, 13 de febrero de 2012.
- Auerbach, A. J. y Gorodnichenko, Y., «Measuring the output responses to fiscal policy», *NBER Working Paper*, 2010.
- Barro, R., «Output effects of government purchases», *Journal of Political Economy*, 89, 1981, pp. 1086-1121.
- Barthalay, B., *Une nouvelle donne pour l'Europe*, París, Puissance Europe, 2012.
- Baum, A., Poplawski-Ribeiro M. y Weber, C., «Fiscal multiplier and the state of the economy», *IMF Working Paper*, 2012.
- Beffa, J.-L., *La France doit choisir*, París, Seuil, 2012.
- Benhabib, J., Schmitt-Grohé, S. y Uribe, M., «The perils of Taylor rules», *Journal of Economic Theory*, vol. 96, 2001, pp. 40-69.
- Bernanke, B., «Non-monetary effects of the financial crisis in the propagation of the Great Depression», *American Economic Review*, vol. 73, 1983, pp. 257-276.
- Bernanke, B. (2003), «Some thoughts on monetary policy in Japan», conferencia en la Sociedad de Economía Monetaria japonesa, Tokio, 31 de mayo de 2003.

- Blanchard, O. y Cottarelli, C., «Ten commandments for fiscal adjustment in advanced economies», *IMFdirect*, 2010.
- Bordo, M., Eichengreen, B., Klingebiel, D., Martínez-Peria, M. y Rose, A., «Is the crisis problem growing more severe?», *Economic Policy*, 2001, pp. 53-82.
- Borensztein, E. y Panizza, U., «The costs of sovereign default», *IMF Staff Papers*, vol. 56, 2009, p. 683-741.
- Borio, C., Vale, B. y Von Peter, G., «Resolving the financial crisis: are we heeding the lessons from the Nordics?», *BIS Working Paper*, 2010.
- Brand, Th., «Politique budgétaire en équilibre général: une analyse appliquée à la zone euro», *Document de travail du Centre d'analyse stratégique*, 2012.
- BIS, «The impact of sovereign credit risk on bank funding conditions», *Committee on the Global Financial System Papers*, vol. 43, 2011.
- BIS, «Rebalancing growth», 82 Informe Anual, cap.3, 2012.
- Brown, L., *World on the Edge: How to Prevent Environmental and Economic Collapse*, Nueva York, W. V. Norton & Company, 2011.
- Buiter, W., y Rahbari, E., «The future of the euro area: fiscal union, break-up or blundering towards “you break it you own it Europe”», *Citibank Global Economics*, vol. 9, 2011.
- Cafiso, G. y Cellini, R., «Evidence on fiscal consolidations and the evolution of public debt in Europe», inédito, 2012.
- Cecchetti, S., Mohanti, M. y Zampolli, F., «The real effects of debt», *BIS Working Papers*, 2011.
- Challe, E., «Psychologie de marché et anomalies financières», *Revue d'économie politique*, vol. 115, 2005, pp. 85-101.
- Christiano, L., Eichenbaum, M. y Rebelo, S., «When is the government spending multiplier large?», *Journal of Political Economy*, vol. 119, 2011, p. 78-121.
- Cogan, J., Cwik, T., Taylor J. y Wieland, V., «New keynesian versus old keynesian government spending multipliers», *Journal of Economic Dynamics and Control*, vol. 34, 2010, pp. 281-295.
- Comisión Europea (2012), *Public Finance in EMU*, 2012.
- Consejo de expertos económicos alemanes, *An European Redemption Pact*, 2011.
- Corsetti, G., «Has austerity gone too far? A new Vox Debate», *VoxEU.org*, 2012.
- Coudert, V., Couhard, C. y Mignon, V., «On currency misalignments within the euro area», *CEPII Working Paper*, 2012.
- Del Negro, M., Eggertsson, G., Ferrero, A. y Kiyotaki, N., «The great escape? A quantitative evaluation of the Fed's non-standard policies», 2010.
- DeLong, J. y Summers, L., «Fiscal policy in a depressed economy», *Brookings Paper on Economic Activity*, 2012.
- Delors, J., *Rapport sur l'union économique et monétaire dans la Communauté européenne*, abril de 1989.

- Denes, M., Eggertsson, G. y Gilbukh, S., «Deficits, public debt dynamics, and tax and spending multipliers», *Federal Reserve Bank of New York, Staff Reports*, 2012.
- Dupuy, J.-P., *L'Avenir de l'économie. Sortir de l'écomystification*, Flammarion, 2012.
- Devries, P., Guajardo, J., Leigh, D. y Pescatori, A., «A new action-based dataset of fiscal consolidation», *IMF Working Paper*, 2011.
- Eggertsson, G., «Great expectations and the end of the depression», *American Economic Review*, vol. 98, 2008, pp. 1476-1516.
- Eggertsson, G., «What fiscal policy is effective at zero interest rates?», *NBER Macroeconomics Annual*, vol. 25, 2010, pp. 59-112.
- Eggertsson, G. y Pugsley, B., «The mistake of 1937: A general equilibrium analysis», *Bank of Japan Monetary and Economic Studies*, 2006.
- Eggertsson, G. y Woodford, M., «The zero bound on interest rates and optimal monetary policy», *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 1, 2003, pp. 139-211.
- Favereau, O., «Compétitivité et emploi: trois niveaux d'analyse, trois paradoxes», *Économies et Sociétés*, serie P, núm. 29, enero de 1986, pp 69-90.
- Fleming, J., «On exchange rate unification», *The Economic Journal*, vol. 81, 1971, pp. 467-488.
- FMI, «Balancing fiscal policy risks», *Fiscal Monitor*, abril de 2012.
- Friedman, M. y Schwarz, A., *A Monetary History of the United States, 1867-1960*, Princeton University Press, 1963.
- Gallagher, P., «Challenges to the ESM Treaty and the Fiscal Compact Treaty before the German Constitutional Court», *Institute of International and European Affairs Working Paper*, 2012.
- Gallois, L., *Pacte pour la compétitivité de l'industrie française*, La Documentation française, 2012.
- Garaud, M.-F., *Impostures politiques*, Plon, 2010.
- Giannone, D., Henry, J., Lalik, M. y Modugno, M., «An area-wide real-time database for the Euro area», *ECB Working Paper*, 2011.
- Giannone, D., Lenza, M., Pill, H. y Reichlin, L., «Non-standard monetary measures and monetary developments», *ECB Working Paper*, 2011.
- Gofas, A., «Ideas and interests in the Construction of EMU: Beyond the rationalist bias of the New Ideational Orthodoxy», *CSGR Working Paper Series*, núm. 76/01, 2001.
- Goodhart, C., «The two concepts of money: Implications for the analysis of optimal currency areas», *European Journal of Political Economy*, vol. 14, 1998, pp. 407-432.
- Goodhart, C., «Money, credit and bank behaviour: Need for a new approach», *National Institute Economic Review*, 214 (1), 2010.
- Gordon, R., «Is US economic growth over? Faltering innovation confronts the six headwinds», *CEPR Policy Insight*, núm. 63, 2012.

- Gorton, G. y Metrick, A., «Securitized banking and the run on repo», *Journal of Financial Economics*, 2011.
- Goulard, S. y Monti, M., *De la démocratie en Europe*, París, Flammarion, 2012.
- Groupe Padoa-Schioppa, *Parachever l'euro. Feuille de route vers une union budgétaire en Europe*, julio de 2012.
- Guajardo, J., Leigh, D. y Pescatori, A., «Will it hurt? Macroeconomic effects of fiscal consolidation», *IMF World Economic Outlook*, octubre de 2010.
- Guajardo, J., Leigh, D. y Pescatori, A., «Expansionary austerity: New international evidence», *IMF Working Paper*, 2011.
- Guéant, O., Guesneire, R. y Lasry, J.-M., «Ecological intuitions versus Economic "reason"», *PSE Working Paper*, 2009.
- Habermas, J., *The Crisis of the European Union. A Response*, Oxford, Polity, 2012.
- Hall, R., «Labor supply and aggregate fluctuations», *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, vol. 12, 1980, pp. 7-33.
- Hall, R., «The Long Slump», *American Economic Review*, vol. 101, 2011, pp. 431-469.
- Hau, H., «Europe's €200 billions reverse wealth tax explained», *VoxEU.org*, 2011.
- Herzog, P., «Vingt ans dans un ultramarathon multiséculaire», *Confrontations Europe*, abril-junio de 2012.
- Hourcade, J.-C., Waisman, H., Rozenberg, J. y Sassi, O., «Peak oil profiles through the lens of a general equilibrium assessment», *Energy Policy*, vol. 48, 2012, pp. 744-753.
- Huberty, M. y Zysman, J., «Religion and reality in the search for green growth», *Intereconomics*, vol. 47, núm. 3, 2012, pp. 140-146.
- Kenen, P., «The theory of optimum currency areas: An eclectic view», *Monetary Problems of the International Economy*, 1969, pp. 41-60.
- Keohane, R., *After Hegemony: Cooperation and Discord in the World Political Economy*, Pinceton, Princeton University Press, 1984.
- Krugman, P., «Lessons from Massachusetts for EMU», en Torres, F. y Giavazzi, F. (eds.), *Adjustment and Growth in the European Monetary Union*, Cambridge, Centre for Economic Policy Research y Cambridge University Press, 1993.
- Krugman, P., «It's baaack ! Japan's slump and the return of the liquidity trap», *Brookings Papers on Economic Activity*, 2, 1998, pp. 137-205.
- Krugman, P., «Self-defeating austerity», *New York Times*, 7 de julio de 2010.
- Landes, D., *The Unbound Prometheus*, Cambridge, Cambridge University Press, 1969 [ed. cast.: *Progreso tecnológico y revolución industrial*, Madrid, Tecnos, 1979].
- Larosière, J. de, *Rapport sur la surveillance financière dans l'UE*, marzo de 2009.
- Leigh, D., «Monetary policy and the Lost Decade: Lessons from Japan», *IMF Working Paper*, 2009.
- Lenza M., Pill H. y Reichlin L., «Monetary policy in exceptional times», *Economic Policy*, vol. 62, 2010, pp. 295-339.

- Liikanen, E., *Rapport sur la réforme structurelle du secteur bancaire de l'UE*, octubre de 2012.
- Mankiw, G. N., «The savers–spenders theory of fiscal policy», *American Economic Review*, vol. 90, 2000, p. 120-125.
- Maurice, M., Sellier, M. y Silvestre, J.-J., *Politique d'éducation et organisation industrielle en France et en Allemagne*, PUF, 1982.
- McKinnon, R., «Optimum currency areas», *American Economic Review*, 53 (4), 1963, pp. 717-725.
- Minsky, H., *Stabilizing an Unstable Economy*, Nueva York, McGraw-Hill, 1986.
- Mundell, R., «A theory of optimum currency areas», *American Economic Review*, vol. 51, núm. 4, 1961, pp. 657-665.
- O'Driscoll, Jr, G., «The Ricardian nonequivalence theorem», *Journal of Political Economy*, 1977, pp. 207-210.
- Paredes J., Pedregal, D. y Pérez, P., «A quarterly fiscal database for the euro area based on intra-annual fiscal information», *ECB Working Paper*, 2009.
- Parker, J., Souleles, N., Johnson D. y McClelland, R., «Consumer spending and the economic stimulus payments of 2008», *NBER Working Paper*, 2011.
- Pesin, F. y Strassel, C., *Le modèle allemand en question*, París, Economica, 2006.
- Pisani-Ferry, J., *Le réveil des démons*, París, Fayard, 2011 [ed. cast.: *El despertar de los demonios: la crisis del euro y cómo salir de ella*, Barcelona, Antoni Bosch Editor, 2012].
- Pisani-Ferry, J., Sapir, A., Véron, N. y Wolff, G., «What kind of European banking union?», *Bruegel Policy Contribution*, 2012.
- Philippon, T. y Hellwig, C., «Eurobills, not Eurobonds», *VoxEU.org*, 2 de diciembre de 2011.
- Radjou, N., Prabhu, J. y Ahuja, S., *Jugaad Innovation: Think Frugal, Be Flexible, Generate Breakthrough Growth*, Jossey-Bass, 2012.
- Reinhart, C. y Rogoff, K., *This Time Is Different*, Princeton, Princeton University Press, 2009.
- Reinhart, C. y Rogoff, K., «From financial crash to debt crisis», *American Economic Review*, vol. 101, 2011, pp. 1676-1706.
- Reinhart, C. y Sbrancia, M., «The liquidation of government debt», *NBER Working Paper*, 2011.
- Romer, C., «What ended the Great Depression?», *The Journal of Economic History*, vol. 52, 1992, pp. 757-784.
- Romer, C. y Romer, D., «The macroeconomic effects of tax changes: Estimates based on a new measure of fiscal shocks», *American Economic Review*, vol. 100, 2010, pp. 763-801.
- Rosanvallon, F., *La Société des égaux*, París, Seuil, 2011.
- Rudebusch, G., «The Fed's monetary policy response to the current crisis», *FRBSF Economic Letter*, Federal Reserve Bank of San Francisco, 2009.
- Sapir, J., *Faut-il sortir de l'euro?*, París, Seuil, 2012

- Schelling, T., *Strategic Problems of an International Armed Force International Organization*, Cambridge, Cambridge University Press, 17, 1963, pp. 465-485.
- Schumpeter, J., *Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung*, 1911.
- Schumpeter, J., *Business Cycles: A Theoretical, Historical and Statistical Analysis of the Capitalist Process*, 1939 [ed. cast.: *Ciclos económicos: análisis teórico, histórico y estadístico del proceso capitalista*, Zaragoza, Prensas de la Universidad de Zaragoza, 2003].
- Shin, H. S., «Financial intermediation and the post-crisis financial system», *BIS Working Papers*, núm. 304, 2010.
- Sterdyniak, H., «Ramener à zéro le déficit public doit-il être l'objectif central de la politique économique?», *Les Notes de l'OFCE*, núm. 17, abril de 2012.
- Stern, N., *The Economics of Climate Change. The Stern Review*, Cambridge, Cambridge University Press, 2007.
- Stern, N., «The economics of climate change», Richard T. Ely Lecture, *American Economic Review Papers and Proceedings*, vol. 98, núm. 2, 2008, pp. 1-37.
- Taylor, J., «Discretion versus policy rules in practice», *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, vol. 39, 1993, pp. 195-214.
- Triffin, R., *Europe and the Money Muddle*, New Haven, Yale University Press, 1957.
- Weitzman, M., «On modeling and interpreting the economics of catastrophic climate change», *The Review of Economics and Statistics*, vol. 91 (1), 2012, pp. 1-19.
- Weizsäcker, J. von y Delpa, J., «Eurobonds: the blue bond concept and its implications», *Bruegel Policy Contribution*, 2011.
- Werner, P., *Rapport au Conseil et à la Commission concernant la réalisation par étapes de l'union économique et monétaire*, octubre de 1970.
- Willms, J., *La maladie allemande. Une brève histoire du présent*, París, Gallimard, 2005.
- Woodford, M., «Simple analytics of the government expenditure multiplier», *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 3, núm. 1, 2011, pp. 1-35.







