

## La guerra del euro no tendrá lugar

Juan Ignacio Crespo \*

**Tema:** La presión que los mercados están ejerciendo sobre la zona euro está impulsando el proceso de integración europea.

**Resumen:** La agitada vida que los mercados dieron a la zona euro durante el año 2010 podría reavivarse en algún momento de 2011, aunque es poco probable que eso ponga en peligro la existencia de la moneda única. No debe confundirse debilidad del euro o amenazas a su integridad con peligro de extinción. Tampoco hay que concluir que un año agitado haya impedido el avance en la construcción europea. Todo lo contrario: por ahora no ha hecho más que impulsarla.

**Análisis:** Hace justo un año que la estructura de la zona euro comenzó a temblar: se habría de pasar temblando casi todo 2010. Finalizando ya el año, e impresionados por un terremoto de semejante magnitud, hay quienes concluyeron que la construcción europea llevaba 10 años sin avanzar nada. ¡Lástima! Bajo su radar se había colado una gran transformación: en menos de 12 meses había nacido un embrión de agencia de deuda europea que, bajo el nombre de Fondo Europeo de Estabilidad Financiera o *European Financial Stability Facility* (EFSF), podía endeudarse por una cantidad de hasta 440.000 millones de euros. Por no hablar del primer gran ejercicio de ayuda intra-europea frente a la adversidad que fue el rescate de Grecia primero y de Irlanda más tarde. O el que el Banco Central Europeo se decidiera a comprar en el mercado secundario (donde cotizan las emisiones de deuda ya en circulación) bonos emitidos por el sector público de los países más débiles de la eurozona.

Si a todo eso le añadimos que en mitad de la tormenta se mantuvieron abiertas las líneas de comunicación entre los gobiernos más directamente afectados y la Comisión Europea, se superaron los malentendidos y las declaraciones desafortunadas, se efectuaron reformas que –para bien o para mal– avanzaban en la coordinación de las políticas o se estableció claramente el principio de que hablar del Euro es hablar del proyecto europeo (y todo ello entre marzo y diciembre de 2010), la conclusión es bastante evidente: el saldo de la crisis, por lo que a las instituciones se refiere, resulta, por ahora, extremadamente positivo. Y más si se recuerda que durante buena parte del año 2010 la opinión que parecía prevalecer era la de que se acercaba otra recesión, lo que haría *double dip* en EEUU, que existía un peligro agudo de deflación y que Alemania ya no estaba interesada en el proyecto europeo, lo que alentaba la sensación de sálvese quien pueda.

---

\* Estadístico del Estado en excedencia y actualmente director en Thomson Reuters

### *La guerra del euro “n’ aura pas lieu”*

Una de las confusiones más comunes a lo largo del año 2010 fue la que identificaba la “debilidad del euro” con la “crisis del euro” (y la que, a su vez, confundía ésta con la amenaza a la “integridad del euro”).

Sin embargo, sin más que mirar la evolución de la moneda común desde su creación en enero de 1999, podía identificarse un período que va desde ese momento hasta comienzos de 2004 (es decir, un período de cinco años completos, que representan el 41% de su existencia) en el que el euro había estado mucho más débil frente al dólar de lo que lo estuvo en ningún momento de 2010.

Lo que se consideraban “ataques contra el euro” no eran más que oleadas de ventas de los bonos y obligaciones denominados en euros emitidos por los Estados de la euro zona que en ese momento estaban con un mayor nivel de deuda expresado como porcentaje de su PIB; o con déficits públicos imposibles de mantener por más tiempo; o con problemas de crecimiento económico que hacían surgir la duda sobre la generación de recursos para pagar la deuda. En una segunda fase, las dudas se centrarían en la solvencia de los sistemas bancarios de alguno de esos países. Entretanto, la cotización del euro frente al dólar se movió en el mismo intervalo en el que había cotizado de 2004 a 2009.

### *La comunicación en dos velocidades*

Durante el año 2010 se volvió a utilizar una expresión propia de la mitad de la década de los 90: la de la euro zona de dos velocidades con la que tradicionalmente se suele oponer el núcleo y la periferia. Coincidiendo con ello, lo que se estaba desplegando era un proceso de doble velocidad que oponía a políticos y medios de comunicación: los primeros con su ritmo consustancialmente lento en la toma de decisiones y los segundos con la velocidad vertiginosa a que les fuerza el intento de tener cosas interesantes que comunicar a sus lectores (algo que, si en el pasado y para los periódicos era una tensión diaria, y para las televisiones intra-diaria, en la actualidad se ha transformado para todos en tensión *on-line* o permanente). Esto hace que ese ritmo pausado y lento que exigen la deliberación y la toma de decisiones parezca una falta de proyecto, cuando no incompetencia o desidia.

Y es que ese ritmo acelerado que los medios de comunicación tan bien reflejan, no es solo emanación de su propia necesidad de mantener la atención de lectores, espectadores o internautas, sino que es reflejo de la velocidad con que los acontecimientos se suceden en los mercados de capitales, donde los últimos desarrollos tecnológicos han permitido reducir fuertemente la latencia de los sistemas y conseguir el *trading* o compraventa instantánea.

### *El abismo puede esperar*

Sin negar que en ocasiones pueda haber una dosis de cada uno de los defectos que imaginarse pueda, lo cierto es que las decisiones por parte de los gobiernos europeos se han ido tomando en los momentos adecuados; casi siempre, al borde del abismo, aunque con la conciencia de que si los acuerdos no se hubieran alcanzado en cada una de esas ocasiones, habría habido una cumbre posterior (también al borde del abismo) en la que sí se hubiera conseguido el objetivo.

Es verdad que con cada nuevo aplazamiento de las decisiones adecuadas se complicaba más la solución del problema y se encarecía la deuda que habría de emitir cada uno de

los países afectados, pero también es cierto que los cambios no suelen producirse hasta que las cosas están maduras y que las viejas estructuras no suelen desaparecer hasta que se hace evidente cuáles serán las nuevas. Sin olvidar que el retraso en la toma de alguna de las decisiones fue también una manera, buscada o no, de hacer ver a los gobiernos de los países con problemas cuáles eran las medidas que tenían que adoptar, por lo que ese retraso terminaba por convertirse en uno de los parámetros de la ecuación que había que resolver.

Aunque la crisis comenzó en los primeros días de febrero de 2010 (cuando se produce la primera caída significativa de las Bolsas europeas), los momentos más agudos se dieron a finales de abril y principios de mayo (con el cuádruple efecto de que se rescatara a Grecia, se creara el EFSF, el BCE iniciara la compra de deuda pública y se forzara al gobierno español a realizar ajustes en el gasto público) y a finales de noviembre (rescate de Irlanda). Pasaron, pues, tres meses entre el planteamiento claro de los problemas y su primer desenlace y casi siete meses más hasta que Irlanda fue rescatada.

Es curioso constatar que ese ritmo con el que la crisis de 2010 alcanzó sus dos momentos de apogeo recuerda extraordinariamente el calendario de la crisis del sistema monetario europeo (SME) en 1992-1993. Entonces, los temblores se iniciaron con motivo del rechazo en referéndum del Tratado de Maastricht por Dinamarca (junio de 1992) y alcanzaron su primer raptó de paroxismo en septiembre del mismo año (tres meses después) cuando el Reino Unido e Italia abandonaron el SME y se produjo una devaluación de la peseta y otras monedas. Después, tras unos meses de relativa calma, vendría otro nuevo brote agudo de inestabilidad en abril-mayo de 1993 (siete meses después) que culminó, entre otras cosas, con dos devaluaciones sucesivas de la peseta y una intensa sensación de caos que la coincidencia con una campaña para las elecciones generales no hacía más que intensificar.

Tres meses después (agosto de 1993) vino aún un momento menos espectacular pero en realidad más crítico: nuevas devaluaciones y la ampliación de las bandas de oscilación para la cotización cruzada de las monedas del SME (hasta alcanzar un margen del 15% en algunos casos). Ni que decir tiene que en ese momento se entonaron los cantos funerales del SME y se dio por liquidado el proyecto. Sin embargo, ¡ale hop!, poco más de cinco años después nacía el Euro como culminación de ese proyecto.

Ahora, y tras ver el paralelismo entre lo que ha sucedido recientemente y lo que pasó entre junio de 1992 y mayo de 1993, solo queda preguntarse si el paralelismo va a ser completo y si a la crisis de la euro zona le queda aún por pasar una gran prueba en la que todo estará "al borde del abismo" de nuevo y tras la que el gran proyecto europeo quedará desahuciado y afianzado a la vez. Y si los ritmos del calendario serán de nuevo los mismos, lo que situaría ese rebrote a tres meses del anterior, es decir alrededor de marzo de este año.

#### *A un gran proyecto federal corresponde un Tesoro único*

Sin recurrir al leguaje tremendo-colorista que tan bien ridiculizaron algunos de nuestros clásicos (ya fueran el objeto de sus invectivas culteranos o románticos) en lo que sí parece que hay acuerdo es en que estamos asistiendo a la gran prueba de fuego del proyecto de la moneda única y del propio proyecto de unión europea. Y, como en todas las pruebas de fuego, una alternativa fértil puede consistir en iniciar una huida hacia delante que acelere los procesos y culmine alcanzando unos objetivos que hasta poco parecían imposibles.

Eso es lo que parece haber ocurrido con la euro zona hasta ahora y eso es lo que podría seguir sucediendo. Al menos las bases para una aceleración de los procesos están puestas, basadas en principios que la práctica ha convertido en guías:

- Dinero por soberanía. No es la primera vez en la historia, ni será la última, que en situaciones complicadas los países aceptan desde una interferencia hasta una cesión total de su soberanía a cambio de ayuda económica. Lo han hecho todos los países que han recibido ayuda del FMI (entre ellos el Reino Unido en los años 1977-1978, en que recibió ayuda del FMI y del BIS) y lo hizo Terranova antes de su integración definitiva en Canadá. En una manera mucho menos llamativa lo han venido haciendo todos los países de la UE y, de entre ellos y en mayor grado, los que renunciaron a su moneda y a su banco central.
- Creación del embrión de una Agencia Europea de la Deuda. Pues no otra cosa parece que puede terminar siendo el EFSF o Fondo Europeo de Estabilidad Financiera. Aunque hoy por hoy parezca lejano (y aunque su función por ahora se limite a captar recursos con los que ayudar a los países en dificultades) ya se está discutiendo que tenga una función algo más versátil: que en vez de emitir solamente, avale las emisiones de esos países, que ayude a abaratar la deuda de Grecia por la vía de emitir por un volumen mayor de lo inicialmente previsto y haga nuevos préstamos a Grecia con los que ésta pueda comprar en el mercado su propia deuda que cotiza con enormes descuentos por debajo de la par (o sea, por debajo del 100% del principal).
- Actuación del BCE en los mercados de deuda. El no hacerlo colocaba al área euro en una situación de inferioridad frente a lo que es un recurso habitual del Banco de Inglaterra, la Reserva Federal de EEUU o el Banco de Japón. Aunque esa intervención no haya llegado tan lejos, que se sepa, como para vender protección sobre deuda pública europea utilizando el mercado de CDS (*Credit Default Swaps*). Este último recurso, además de permitirle utilizar el apalancamiento que permiten los derivados (apalancamiento usado sin complejos por otros miembros del mercado), le proporcionaría los ingresos propios de una prima de seguros. En realidad este uso del CDS podría hacerlo también el Fondo Europeo de Estabilidad: vender el CDS de la deuda pública de un país es una de las maneras posibles de avalar esa deuda.
- “Solidaridad bien entendida”. No es otra cosa lo que están haciendo Alemania y Francia, prestando sus recursos y su *rating* a este EFSF y exigiendo en contraprestación la adopción de medidas de rigor fiscal, algo que no es bien recibido en los países afectados pero que a uno o dos años vista era inevitable: aunque sobra ahorro mundial para financiar los déficit de los gobiernos, nadie que no sea EEUU puede esperar que le financien un déficit enorme de manera sostenida (en el caso español eso se traduce en decir que nadie puede mantenerse durante más de uno o dos años gastando el doble de lo que ingresa).
- Coordinación de las políticas económicas y fiscales. Los momentos de crisis económica son los que permiten avanzar en esta dirección, pues aunque sería mucho más cómodo hacerlo en los períodos de prosperidad, que dan mucho mayor margen de actuación, es muy difícil que ningún gobierno quiera asumir el coste político de “retirar el ponche en mitad de la fiesta”. Quien tenga dudas sobre

---

esto solo tiene que recordar que tanto en España como en los demás países con una burbuja inmobiliaria, todo el mundo era consciente de lo insostenible de esa tendencia, pero nadie hizo nada por amortiguarla.

- La convergencia en la productividad, que parecía en los años 90 una base imprescindible para la construcción de la moneda única, vuelve ahora “con una venganza”, como dicen los anglosajones. Cualquiera que sea la opinión que se tiene sobre la propuesta, no cabe duda de que como tal, o en alguna variante moderada, reforzaría las bases del sistema y haría al conjunto más competitivo frente al exterior (con una reserva aquí: hay países, como España, cuya competitividad exterior está siendo habitualmente infravalorada; la prueba del nueve de esta afirmación es la buena marcha de las exportaciones).
- Y, en fin, un Tesoro Único Europeo. Tras lo sucedido en el año 2010, incluso la posibilidad de crear un Tesoro Único Europeo ya no parece un objetivo lejano y falto totalmente de realismo. En realidad, la creación del EFSF también supone haber dado un paso importante en esa dirección ya que la Agencia Europea de la Deuda y el Tesoro Único podrían crearse como instituciones separadas o unidas en la misma institución. Cuando se habla de crear un mecanismo de rescate que sustituya al EFSF a partir de 2013, con reglas mucho más claras y con una potencia financiera mucho mayor, en realidad se está hablando de un mecanismo federal que, adopte el nombre que adopte y sean cuales sean las funciones que se le atribuyan, estará ejerciendo funciones propias de un Tesoro Único. Cómo de lejos se llegue en la atribución de esas funciones dependerá del momento político y, sobre todo, de la presión que ejerzan sobre Europa los llamados “vigilantes de los bonos”, esa figura difusa a la que un asesor de Bill Clinton atribuía la capacidad de intimidar a todo el mundo.

La necesidad del Tesoro Único/Agencia Europea de la Deuda se hará mucho más evidente en uno de esos momentos de intimidación, cuando se comprenda que uno de las barreras de defensa frente a los movimientos especulativos es que Europa no esté fraccionada en pequeños mercados nacionales de deuda en los que es mucho más fácil mover los precios por resultar menos líquidos. Un mercado unificado de deuda pública europea tendría el mismo orden de magnitud que el de EEUU (alrededor de 9 billones de dólares) y competiría con este en términos de profundidad y liquidez lo que, además, consolidaría al euro como moneda de reserva global en un momento como este de dudas sobre la sostenibilidad de los déficit norteamericanos. Y para que ningún país (Alemania o Francia) pudiera quejarse de que se encarece su financiación por esa vía, el Tesoro Único podría ceder los fondos captados a coste diferente para países diferentes, fijándose ese coste en función del que históricamente haya tenido la deuda de cada cual, del *rating* del momento o de ambas cosas a la vez.

#### *Bancos, inmuebles y Europa del Este*

El período de inestabilidad que está viviendo la economía mundial tiene aún entre cinco y 10 años por delante. Hay que pensar que los problemas irán viniendo por tandas: materias primas, inestabilidad en Oriente Medio, burbuja inmobiliaria en China, subidas de tipos de interés... Pero hay uno, además, que asombrosamente está aparcado desde hace dos años: el riesgo que tienen los bancos europeos y norteamericanos con Europa del Este. Para cuando los mercados fijen su vista en este tema, la UE debería tener previsto un mecanismo de intervención. Y aquí es donde el Fondo de Estabilidad puede terminar convirtiéndose en organismo multitarea (aunque pueda dividirse en tres

---

organismos con funciones diferentes: Tesoro Único, Agencia Europea de la Deuda y “Fondo de Reestructuración”) ya que Europa carece de los organismos de apoyo de que gozan EEUU o China, llámense Empresas Patrocinadas por el Gobierno (Fannie Mae, Freddie Mac, etc.) o Empresas de Gestión de Activos.

**Conclusiones:** Las dificultades del año 2010 han sido una pesadilla para los países de la euro zona. Si no hay un milagro de por medio, la mal llamada crisis del euro podría haber resultado ser una bendición que nos permitiera prepararnos para momentos más difíciles. En realidad, sólo habría sido el ensayo general de algo mucho más complicado, aún por venir.

*Juan Ignacio Crespo*

*Estadístico del Estado en excedencia y actualmente director en Thomson Reuters*