

EL VÓRTICE EUROPEO

¿Por qué ha surgido la eurozona como el nuevo epicentro de la crisis financiera global, cuando sus orígenes –las famosas hipotecas *subprime*– eran estadounidenses?¹. ¿Y por qué, dentro de Europa, Grecia se ha mostrado como el eslabón débil? El punto de partida para cualquier respuesta convincente es el reconocimiento de que lo que hemos estado sufriendo durante los últimos cinco años, desde el comienzo de la crisis del crédito en agosto de 2007, es una única crisis del capitalismo financiarizado. Los acontecimientos en Grecia son solamente una secuencia dentro de ella. A pesar de los esfuerzos concertados de los gobiernos del G20, los intervalos de recuperación no han sido más que episodios pasajeros; las medidas políticas que se han tomado se han demostrado impotentes para superar las fuertes tendencias depresivas en funcionamiento. La crisis ha golpeado el corazón del sistema financiero –los bancos– pero es sistémica, afecta a todas las partes de la economía: bancos, empresas, hogares, Estados.

Sus orígenes se encuentran en los enormes desequilibrios globales acumulados desde la crisis del Este de Asia en 1997-1998, que señaló la entrada de la economía mundial en un nuevo régimen de acumulación inherentemente inestable². En Occidente –por encima de todo en Estados Unidos y en diversos grados en los países de la UE– esto supuso la intensificación de la búsqueda del valor para el accionista, que estableció elevados niveles de rentabilidad para la inversión y ejerció una intensa presión sobre el trabajo desvinculando la productividad de los incrementos salariales. Con una caída del crecimiento medio de los salarios y crecientes desigualdades en la riqueza y en los ingresos, la dinámica de la demanda que requería la agenda del valor-para-el-accionista fue proporcionada por la expansión del crédito, respaldado por políticas de tipos de interés bajos; el gasto de los hogares basado en el endeudamiento permitió que el consumo creciera a un ritmo más rápido que los ingresos y los

¹ Este artículo está sacado de Michel Aglietta, *Zone Euro: Éclatement ou Fédération*, París, 2012, con la amable autorización del editor © Michalon Éditions, 2012.

² Para un relato completo de estos procesos, véase Michel Aglietta y Laurent Berrebi, *Désordres dans le capitalisme mondial*, París, 2007; reseñado por John Grahl en «Calibrar los desórdenes mundiales», *NLR* 60 (enero-febrero de 2010), pp. 130-142.

salarios. En el Este, por el contrario, la agitación financiera de 1997, y las torpes intervenciones posteriores del FMI, dejaron claro el peligro de confiar en el capital occidental a la búsqueda de rentas. Los países que habían sufrido la crisis del Este de Asia —que rápidamente se extendió a Rusia, Brasil y Argentina y que afectó también a Alemania y Japón— buscaron defender su soberanía económica acumulando superávits en las balanzas de pago nominadas en dólares por medio del crecimiento de las exportaciones. La entrada de China en el mercado mundial como un gran exportador amplificó enormemente esta tendencia. La dirección histórica de los flujos de capital, desde Occidente hacia las economías emergentes, se vio invertida: miles de millones de dólares fluyeron desde China y otros países exportadores hacia Estados Unidos, alimentando la gran expansión del crédito que se multiplicó aún más por el crecimiento del comercio de titulización y derivados centrado en los grandes bancos.

Estos desequilibrios estaban igualmente presentes dentro de la Unión Europea agravando las divergencias entre los Estados miembros; los grandes bancos de la eurozona también estaban cargados de deudas incobrables. De cualquier modo, además de esto la crisis expuso una serie de profundas fallas estructurales en la constitución de la moneda única europea. A continuación examinaré estos desequilibrios y defectos estructurales antes de analizar la descomposición de las finanzas públicas griegas, las opciones que tiene actualmente Atenas y la propagación de la crisis a todos los países de Europa meridional en el último trimestre de 2011, que condujo al deterioro de la situación macroeconómica en Europa en la primavera de 2012. Las crisis gemelas de la soberanía y de los bancos, que arrastraron a la actividad económica, están incidiendo lentamente sobre todo el planeta. Finalizaré con una descripción —y crítica— del enfoque alemán sobre la eurozona, y plantearé la cuestión de qué medidas serían necesarias para situar a la UE en camino del crecimiento sostenible. Sin embargo, en primer lugar, puede ser útil hacer una valoración de la deuda pública y privada que se ha acumulado en gran parte del continente.

Medidas parciales

El mercado único de la UE creó un espacio financiero integrado, abierto a los flujos de capital. Los grandes bancos europeos se convirtieron en operadores globales. Desempeñaron un papel activo en el aumento de la deuda y de los activos tóxicos en Estados Unidos y, cuando en 2007 estalló la crisis, se encontraron en una posición comparable a la de los bancos estadounidenses. Pero inicialmente los gobiernos de Francia, Alemania y España les permitieron congelar sus deudas incobrables en vez de obligarlos a reestructurarse. En los años posteriores los bancos también se cargaron de deuda pública de la eurozona, embolsándose considerables beneficios en el proceso por medio de tomar préstamos con intereses prácticamente nulos y comprar bonos del Estado que rendían un interés del 3 al 4 por 100 en el momento de los planes de estímulo de 2009. Durante los dos primeros

años de la crisis, a medida que la crisis del crédito de 2007 se hacía más profunda con la crisis bancaria de 2008, con la caída de Lehman Brothers y con la contracción económica global de 2009, los Estados de la eurozona vieron cómo la deuda privada, como porcentaje del PIB, continuaba creciendo, mientras que la deuda pública bruta –esto es, sin considerar activos– también se separaba con la recesión (véase la tabla I).

Tabla I. *Países seleccionados, deuda bruta privada y pública (como % del PIB)*

	Francia		Alemania		Italia		España	
	<i>Privada</i>	<i>Pública</i>	<i>Privada</i>	<i>Pública</i>	<i>Privada</i>	<i>Pública</i>	<i>Privada</i>	<i>Pública</i>
2007	196	65	200	60	214	105	317	40
2009	203	78	207	73	214	115	334	64

En 2007, antes de que comenzara la crisis, Francia y Alemania tenían niveles comparables de deuda bruta privada (196 y 200 por 100 respectivamente) y de deuda bruta pública (65 y 60 por 100), mientras que en Italia la deuda bruta pública había alcanzado el 105 por 100, una cifra particularmente elevada; en España, la deuda bruta privada había alcanzado la astronómica cifra del 317 por 100, producto esencialmente de inversores inmobiliarios, prestatarios hipotecarios e instituciones regionales de ahorro –las cajas– en el contexto de la burbuja inmobiliaria, mientras que la deuda pública era más moderada, situándose en el 40 por 100. Dos años después, se podía haber esperado que la transferencia de deuda a las finanzas públicas hubiera reducido el riesgo privado. Pero en 2009, en la cúspide de la crisis europea, había sucedido todo lo contrario. En Francia y Alemania, pretendido dechado de virtudes, la deuda bruta privada era ahora 7 puntos más elevada que en 2007, mientras que en España la cifra había subido en 17 puntos. Desde luego, la contracción del PIB que se produjo durante este periodo incrementó automáticamente el porcentaje de deuda; no obstante, estaba claro que la deuda pública había crecido sin que la deuda privada se hubiera absorbido. Mientras tanto, en Grecia la deuda bruta privada estaba en 2009 en el 173 por 100 y la deuda bruta pública en el 115 por 100, escalando hasta el 145 por 100 en 2010 (las cifras griegas para 2007 no son fiables). En Irlanda, la deuda del sector financiero fue asumida totalmente por el Estado, con el resultado de que la deuda total llegó al 806 por 100 en 2009, de la cual el 607 por 100 puede adscribirse a los bancos.

En resumen, para la eurozona en conjunto, el estímulo presupuestario de 2008-2009 no produjo una reducción de la deuda en el sector privado. En Estados Unidos, por el contrario, donde en 2007 la deuda bruta privada alcanzaba el 300 por 100 del PIB, la recapitalización de los bancos impuesta por el TARP, conjuntamente con ambiciosas medidas monetarias y presupuestarias, bajó la cifra hasta el 260 por 100 a finales de 2009. Aquí,

por lo tanto, se encuentra una primera característica diferenciadora de la política de la Unión Europea: es la campeona de las medidas parciales producto de tortuosos compromisos políticos. La UE está además obstaculizada por un conservadurismo profundamente enraizado respecto a las medidas fiscales para apoyar la demanda y los mandatos de crecimiento de los bancos centrales. Si este enfoque es problemático en periodos de calma, se vuelve desastroso en tiempos de turbulencias.

Fallas estructurales

La eurozona también sufre, sin embargo, de una debilidad estructural más profunda producto de la manera en que fue constituida. La decisión de lanzar una moneda única europea de ninguna manera era evidente en sí misma: las zonas económica y financieramente integradas han operado con éxito con tipos de cambio flexibles; el TLCAN o la unión aduanera del Benelux, por ejemplo. La propuesta original para una unión monetaria en Europa, el Plan Werner, había zozobrado en la década de 1970 a la vista de la hostilidad del Bundesbank; como exportador, Alemania temía la inflación monetaria que estaba importando de Estados Unidos a medida que sus reservas de divisas absorbían un torrente de dólares. El impulso se renovó en la década de 1980 sobre la base del Acta Única Europea. El informe de 1989 del Comité Delors propuso la creación de una moneda única y de un Banco Central Europeo que sería una empresa conjunta de todos los bancos centrales nacionales. Es difícil decir si este proyecto hubiera triunfado en ausencia de la reunificación alemana. Sin embargo, la decisión de Helmut Kohl de apoyarlo en 1990 condujo a una expansión decisiva del peso de la República Federal en Europa, alterando las relaciones institucionales y afectando directamente a Francia.

La moneda única apareció célebremente como un compromiso político que permitía a los franceses aceptar la reunificación, ya que reafirmaba la profunda inserción de Alemania dentro de Europa. Un elemento importante de este acuerdo fue la insistencia de Kohl en que el futuro BCE estuviera modelado en el Bundesbank. Sin embargo, al llevar esto a la práctica, el compromiso franco-alemán alteró profundamente el proceso de la integración europea. El enfoque original *communautaire* había sido dialéctico: la integración económica, conducía a desarrollos institucionales –la Comunidad Europea del Carbón y del Acero, el Mercado Común, la Política Agrícola Común– que propiciarían una mayor integración económica, etc. Esta era la perspectiva defendida por Delors, en el espíritu de Monnet y de los otros fundadores de la Unión Europea. La decisión de crear el euro marcó un cambio de registro, porque la moneda no es un sector que puede ser integrado como cualquier otro.

Esto debería haber sido evidente desde la debacle en 1992 del Mecanismo de tipos de cambio europeo (MTC en adelante) que en muchos aspectos prefiguraba la actual crisis. El MTC obligaba a las monedas de los Estados

miembros a mantener las fluctuaciones de sus tipos de cambio dentro de límites estrechos –más o menos el 2,25 por 100– en relación a las demás, lo que de hecho significaban fluctuaciones en relación al marco alemán. A principios de la década de 1990, la recesión que siguió al estallido de la burbuja de los precios de los activos creó tensiones sobre varias de las economías del MTC, que eran incapaces de manejarse dentro de las reglas del sistema. Las sacudidas fueron agravadas por los efectos económicos de la reunificación alemana, que puso presión sobre las finanzas públicas de la República Federal y llevó a los tipos de interés a registrar récords justamente cuando las repercusiones de la recesión estadounidense empezaban a sentirse en Europa. Italia, lidiando con una elevada deuda pública y una pertinaz inflación, fue obligada a devaluar, seguida por Gran Bretaña en septiembre de 1992. Con el apoyo del Bundesbank, el franco francés consiguió permanecer dentro del MTC. Pero cuando el verano siguiente se reanudó la especulación del mercado financiero, los límites del MTC tuvieron que relajarse al 15 por 100, acabando de hecho con él.

Las lecciones de este episodio fueron barridas debajo de la alfombra por los líderes políticos del momento, y raramente se recuerdan hoy día en los análisis de la crisis actual. No obstante, el *modus operandi* de los tipos de interés fijos del MTC, atando rígidamente las otras monedas nacionales europeas al marco alemán, fue en muchos aspectos un ensayo para la completa unión monetaria. Como sucedía anteriormente con el MTC, dentro de las reglas existentes la moneda única puede ser viable en la medida en que los mercados financieros estén calmados, pero se vuelve inoperativa en periodos de crisis. El euro es, en esencia, una moneda extranjera para cada uno de los países de la eurozona. Los ata a tipos de cambio rígidamente fijos, al margen de sus subyacentes realidades económicas, y los despoja de la autonomía monetaria. En este sentido el euro, actualmente, funciona de la misma manera que lo hizo el dólar para Argentina en 1991 y 2001, cuando el tipo de cambio estaba fijado por la propia Constitución en un peso por dólar.

Poniéndolo de otra forma, como sistema, el euro es similar al patrón oro: una moneda externa cuya oferta global estaba fuera del alcance de los gobiernos nacionales, pero dinero fiduciario no obstante, en el que se confiaba dentro de la comunidad financiera porque las reglas de convertibilidad se consideraban inviolables. Después de la erupción de la crisis financiera de octubre de 1929, el patrón oro duró menos de dos años. La propagación de la crisis desde Estados Unidos a Europa, a través de la contracción del comercio y del crédito, supuso quiebras de bancos en Europa central en mayo de 1931. La falta de cooperación entre los gobiernos y la interrupción de la financiación internacional condujeron a la fragmentación de la banca sobre premisas nacionales. El *coup de grâce* vino en agosto de 1931, cuando la libra esterlina rompió la convertibilidad y se devaluó bruscamente. Ahora, aparentemente, el sistema bancario de la eurozona está fragmentándose, amenazando a la propia existencia del euro.

Desarrollo divergente

Un segundo problema estructural agravado por la forma que ha tomado la unión monetaria es la heterogeneidad subyacente de la eurozona. Los criterios de Maastricht para la entrada se centraban en indicadores de inflación, déficit público, tipos de cambio y tipos de interés a largo plazo en los países candidatos, que se suponía que debían converger hacia los niveles más bajos. Los tipos de interés a largo plazo, de hecho, sí convergían hacia los niveles alemanes de 1996; realmente cayeron espectacularmente en un cierto número de países que, por lo demás, estaban lejos de cumplir los criterios de Maastricht, inicialmente debido a las expectativas del mercado. Entonces cayeron muy rápidamente a partir de mayo de 1998, cuando el Consejo de Europa ratificó la lista de países susceptibles de admisión. En España, el diferencial entre el tipo de interés a 10 años sobre la deuda pública y el tipo alemán cayó desde el 5 por 100 al cero en el espacio de pocos meses. No sólo los Estados sino todos los actores económicos se beneficiaron de la bajada del coste del crédito; la capacidad para recibir préstamos baratos produjo masivas afluencias de capital en países donde durante mucho tiempo los tipos de interés altos habían hecho que el crédito fuera escaso.

La pregunta que se debería haber formulado era: ¿para qué propósitos va a servir todo este capital? La doctrina oficial —la llamada estrategia de Lisboa que proclamaba, en el año 2000, que Europa estaría en primer plano de la economía del conocimiento para 2010— preveía un círculo virtuoso: el libre movimiento del capital mejoraría la competitividad, las exportaciones netas aumentarían y finalmente compensarían la subida inicial de la deuda, sin necesidad de preparar cualquier estrategia industrial coherente. En los primeros años después de que el euro hubiera sido puesto en marcha —como unidad contable en 1999 y como moneda en 2002—, todo parecía ir según lo planeado. Hubo una masiva afluencia de capital, también porque era el momento en que el crédito global empezó a despegar realmente, gracias especialmente a la ingeniería financiera.

Pero la lógica económica de Bruselas rápidamente se demostró equivocada. Una avalancha de capital fue a las economías que habían padecido los tipos de interés más elevados antes de entrar en la moneda única. Sin embargo, las limitaciones de los tipos de cambio fijos socavaron la rentabilidad de las empresas exportadoras de la eurozona precisamente en el momento en que las economías de los países del Este de Asia —que habían surgido de la crisis de 1997 con tipos de cambio subvalorados y deseaban reducir las cargas de su endeudamiento— estaban preparando una ofensiva comercial en los mercados de consumo occidentales. Los bancos franceses e italianos hicieron préstamos rentables a instituciones financieras locales que, a su vez, alimentaron el consumo y la especulación inmobiliaria. En España, donde los bancos franceses y alemanes ayudaron a canalizar los fondos en una gigantesca burbuja de la vivienda, la construcción y los sectores subcontratados por ella llegaron a representar hasta el 25 por 100 del empleo; los servicios se desarrollaron en paralelo mientras que la base industrial se

atrofió. El rápido crecimiento estaba basado en una constante escalada de los precios inmobiliarios que alimentaron el crecimiento del crédito y avalaron el endeudamiento de los hogares; el consumo basado en el crédito produjo el crecimiento de las importaciones de bienes manufacturados, que trajo el aumento de los déficits por cuenta corriente y una inflación de precios que socavó la competitividad. El crecimiento se volvió dependiente de inyecciones cada vez mayores de capital extranjero, agravando más el déficit por cuenta corriente. Como en todos los países donde los excesos financieros generaron burbujas especulativas y un crecimiento inflacionista del consumo, el estallido de las burbujas dejó un enorme sobreendeudamiento del sector privado.

La trayectoria de los países acreedores era muy diferente. Alemania, en particular, pasó la década de 1990 afrontando los costes contingentes de la reunificación, que hizo bastante fácil para las economías vecinas converger con sus indicadores. Alemania entró en la eurozona en 2000 con un tipo de cambio desfavorable y un déficit por cuenta corriente; su crecimiento se detuvo en 2002-2003 por una grave crisis bancaria. Los elevados costes salariales habían erosionado la competitividad industrial y la economía se estaba deslizando hacia el estancamiento; esta fue una de las razones por la que el mercado inmobiliario alemán no se unió al ciclo de subidas de precios que muchos otros países desarrollados experimentaron con la avalancha de crédito de principios de la década de 2000. (El mercado de la vivienda también permaneció relativamente sin cambios en Francia, donde los prestatarios estaban sometidos a regulaciones de solvencia verdaderamente estrictas y la titulización del crédito no estaba permitida). El gobierno de Schroeder respondió en 2003 con una drástica reforma del mercado laboral; el crecimiento de los salarios se detuvo y se reestructuró la producción industrial, con muchos procesos externalizados a Europa Central y del Este. Las ganancias en la competitividad debido a bajos costes salariales unitarios se mantuvieron durante el resto de la década.

En otras palabras, la estrategia de Lisboa de 2000, dirigida a la convergencia, condujo en vez de ello a una brecha cada vez mayor. La heterogeneidad económica de los países de la eurozona se acentuó, en aspectos importantes, por la lógica financiera que se seguía desde la creación del euro. La comparación a menudo realizada con Estados Unidos sigue siendo apta: allí, las divergencias entre los diferentes Estados de la Unión están atenuadas por la movilidad de la mano de obra –que por razones evidentes, Europa no ha sido capaz de alcanzar en un grado similar– y por mecanismos de transferencia a un nivel mucho más significativo que cualquier, de los que se aplican entre países de la eurozona.

Modelo monetarista

La eurozona está aún más desfavorecida por su diseño institucional, dominado por el BCE, que constituye la única entidad federal dentro de una

Europa no federal. Esta contradicción se encuentra en el corazón de la actual crisis. El apuntalamiento conceptual del euro está facilitado por el monetarismo, que mantiene que la moneda es neutral respecto a los fenómenos económicos reales. Esto significa que el único propósito de un banco central es mantener la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda, definido como el inverso de un índice de precios estándar estadísticamente construido como medida de la inflación. Ya que su mandato no choca con ningún otro objetivo de la política económica, el banco central puede disfrutar de una independencia absoluta. Por eso el Tratado de Maastricht confirió un estatus verdaderamente extraordinario al BCE. A diferencia de todos los demás bancos centrales del mundo, su legitimidad no está basada en soberanía política alguna; ni siquiera se le requiere para que interactúe con los gobiernos europeos. La eurozona tampoco tiene ningún otro mecanismo para la regulación macroeconómica de alcance regional que combine instrumentos presupuestarios y monetarios, más allá de un límite arbitrario y uniforme impuesto sobre los déficits públicos de este heteróclito conjunto bajo el nombre de «Pacto de Estabilidad y Crecimiento». El BCE opera en un «espléndido aislamiento». El presupuesto agregado de la eurozona no es nada más que el resultado *ex post facto* de decisiones presupuestarias que toman cada país por su cuenta.

Apenas sorprende que este modelo monetarista fuera incapaz de resistir una gran crisis financiera. La Reserva Federal de Estados Unidos fue creada en 1913 porque la crisis bancaria de 1907 –en la que se vio que todo el sistema financiero estadounidense dependía de los préstamos británicos– demostró los costes de una moneda que no estaba garantizada por la soberanía nacional. Desde esta perspectiva, las contorsiones del BCE durante la actual crisis se vuelven más comprensibles. Para desempeñar su papel como prestamista de última instancia –un papel del que no puede escapar– necesariamente tiene que tomar decisiones políticas sobre a qué mercado o actor financiero apoyar. Pero ¿qué legitima las decisiones de un banco central que no es responsable ante ninguna autoridad soberana? Los lazos entre una moneda soberana y la deuda nacional son orgánicos. Esta última puede entenderse como una deuda contraída por los ciudadanos de la nación, como la contrapartida de los bienes y servicios públicos que el Estado, como colectivo, proporciona a sus miembros. El pago de esta deuda es un proceso que se extiende durante generaciones y depende del poder de recaudación propio de un Estado soberano. La moneda, a su vez, puede ser conceptualizada como una deuda que la nación se debe a sí misma. El vínculo entre el Estado y el banco central, una institución investida con el poder de emitir moneda, es por ello muy estrecho; el Estado garantiza el capital del banco central y declara la moneda de curso legal; a su vez, el banco central es el prestamista de última instancia del Estado.

En este sentido es por lo que el euro está incompleto como moneda, porque su garante soberano no ha sido hecho realidad. Cada Estado de la eurozona es responsable del capital que ha invertido en el BCE, pero no de su solvencia general; en consecuencia, el BCE no es el prestamista de

última instancia para los Estados de la eurozona. Esto, de nuevo, hace que el euro sea una moneda extranjera para cada país. No puede haber ninguna formulación política cooperativa en Europa si la moneda es externa a todos los Estados miembros. Sin embargo, hay un país para el que el euro es menos externo que para los demás: Alemania. Si Berlín aceptara desempeñar el papel de dirigente benevolente –es decir, tomar en cuenta los intereses de la unión monetaria como conjunto, mientras continúa con sus propias políticas–, hubiera sido posible llegar a un segundo mejor escenario; pero no ha hecho nada parecido. Las uniones monetarias han tomado históricamente una de dos direcciones: o bien se han disuelto –las uniones latinas y escandinavas– o se han movido hacia constituir una soberanía política, como cuando las uniones aduaneras del Zollverein formaron la base para el Reich alemán. La eurozona no posee ni una organización cooperativa, que permitiría formas colectivas de acción política que tendieran a una dirección federal, ni una organización jerárquica, a la que un país dirigente podría otorgar coherencia. En condiciones normales, el juego no cooperativo de intereses políticos rivales puede alcanzar un equilibrio funcional. Pero en un periodo de crisis cada país defiende sus propios intereses mientras intenta beneficiarse de tácticas «parasitarias».

El caso griego

Este es el contexto en el que la descomposición de las finanzas públicas en una economía tan pequeña como la griega podía degenerar en una crisis bancaria y de soberanía por toda la eurozona, planteando una amenaza a la economía mundial en conjunto. Como es bien sabido, Goldman Sachs ayudó al entonces ministro de Economía griego, Lucas Papademos, a camuflar en 2001 las deudas del país cuando Grecia entró en la eurozona. Los inversores en la región dieron la bienvenida al acontecimiento, como habían hecho anteriormente con los demás países dos años antes, y las agencias de calificación –las así llamadas brújulas del mercado– confirmaron la calidad de la deuda griega. Un poco de historia podía haberlas dado una pausa para reflexionar. En 1829, cuando Grecia se separó del Imperio otomano con la ayuda de Gran Bretaña, Francia y Rusia, era un país pequeño, muy pobre y completamente rural. Conservaba un sistema político clientelista en el que la capacidad de recaudar impuestos estaba socavada por los privilegios y la corrupción. En el siglo xx las dos guerras mundiales tuvieron un terrible impacto sobre el país. La ocupación nazi de 1941-1944 fue seguida hasta 1949 por una terrible guerra civil que desangró el país. Grecia empezó a levantarse de nuevo bajo un auténtico protectorado estadounidense, pero el sistema político no fue reformado. Otra pesadilla de siete años de duración acosó al país después del golpe militar de 1967, hasta que el desastre militar a manos de los turcos en Chipre condujo a que la Junta fuera echada a patadas del poder en 1974. La autoridad civil se restableció en las mismas condiciones que antes. Grecia fue admitida en la Comunidad Europea –junto a la España posterior a la dictadura y a Portugal–, por razones puramente políticas: para fortalecer la «democracia» en el contexto de la Guerra Fría. Como miem-

bro de la CE, Grecia ratificó el Tratado de Maastricht en 1992; pero esto no era una razón para admitir al país en la eurozona. No obstante, la Comisión Europea y el BCE se pronunciaron a favor. De nuevo entraron en juego las razones políticas y se mantenía que, ya que el PIB de Grecia era inferior al 1 por 100 del de Europa, era poco probable que causara cualquier problema serio.

Sin embargo, el Estado griego tiene características que no se encuentran en la misma medida en el resto de la eurozona. La Hacienda Pública no recauda impuestos sobre una base universal, la corrupción está generalizada y poderosos actores privados dictan la política del Estado. Los armadores, por ejemplo, constituyen una antigua corporación que ha sido capaz de cuidar de sus intereses bajo todos los regímenes. Si el capital que estos armadores han situado en paraísos fiscales fuera repatriado, la deuda pública griega quedaría cancelada. La Iglesia ortodoxa, por su parte, está exenta de pagar impuestos sobre sus inmensas propiedades. Hay una gran economía sumergida, que incluye a gran parte de la industria turística, donde los ingresos de los trabajadores quedan por lo general sin declarar. Una vez que Grecia había adoptado la moneda única, la deuda pública y la privada crecieron simultáneamente, haciendo que el país fuera cada vez más dependiente de los prestamistas extranjeros en medio de la total indiferencia de los mercados, que supuestamente imponen la disciplina a los deudores. El abismo se reveló en octubre de 2009, cuando el entrante gobierno de Papandreu anunció lo que muchos habían empezado a sospechar: las cuentas griegas habían sido falsificadas. Esto dio lugar a un *shock* en el mercado que afectó en primer lugar a los bancos que, a su vez, actuaron como un poderoso repetidor para transmitir la crisis al resto de Europa.

Lo que entonces se desarrolló fue una doble crisis que afectó tanto al sector bancario –y por ello a la economía privada– como a las finanzas públicas. Una vez que la deuda pública empezó a parecer insostenible, elevando la probabilidad de una suspensión de pagos, los tipos de interés empezaron a subir. Esto a su vez aumentó considerablemente la carga de la deuda y, en un círculo vicioso, ayudó a expandir el volumen de la deuda mientras limitaba la capacidad del Estado para apoyar la economía. La subida de los tipos de interés sobre bonos automáticamente trajo una reducción de su valor, alimentando una demanda de cobertura de seguro que se expresó en una prima de riesgo más elevada; esto también produjo una burbuja en el mercado de coberturas por riesgos crediticios (o *credit default swaps*, CDS), que proporciona seguros sobre el riesgo del crédito.

Un conjunto de alteraciones estaba funcionando aquí. En tiempos normales, los tipos de interés de los bonos determinan la prima; en una situación de riesgo, es la propagación la que se convierte en el punto de referencia y determina el tipo de interés. En tiempos normales, el mercado de CDS es una de las varias señales que escudriñan los inversores para valorar el riesgo del crédito; pero con el comienzo de la crisis, este mercado se volvió especulativo y empezó a funcionar autónomamente. Algunos inversores

empezaron a comprar CDS sobre la deuda griega incluso aunque no tuvieran ninguna, con la esperanza de que la creciente posibilidad de suspensión de pagos empujara sus precios al alza. Finalmente el precio de los CDS se ha contabilizado en la deuda, con un efecto de bola de nieve sobre la carga de la deuda, conduciendo a una subida en el valor de los CDS. Esto causó un mayor contagio, ya que los bancos extranjeros con inversiones en el mercado griego empezaron a ser considerados también sospechosos. Esto era especialmente cierto con los bancos franceses, que tenían sumas equivalentes al 40 por 100 de su capital invertidas en la economía griega en conjunto. (Debido a que un impago de la deuda soberana acarrea una recesión salvaje que empujaría a numerosos actores privados a la bancarrota, la posición global de los bancos extranjeros –la deuda que mantienen de bancos, activos del Estado, empresas, quizá también de hogares, para aquellos con ramificaciones en Grecia– necesita ser tenida en cuenta). Para los bancos extranjeros expuestos al riesgo griego se volvió más caro el refinanciarse; por ello empezaron a reducir el préstamo, lo que afectó a la economía en sus países de origen.

Esta serie de reacciones en cadena no se produjo espontáneamente. Estuvo alimentada por desmentidos, tanto de dirigentes griegos como europeos, sobre la posibilidad de una suspensión de pagos griega, acompañados por la imposición de unas medidas que conducían al país a la insolvencia. Desde mayo de 2010, las políticas impuestas por los tecnócratas del FMI, BCE y de la Comisión Europea han incluido reducciones del 25 por 100 de los salarios del sector público, salvajes reducciones del gasto público, aumentos de impuestos regresivos y presiones para privatizaciones a gran escala, que conducirían a la liquidación del capital de la nación. El resultado ha sido una caída del PIB del 3,7 por 100 en 2010, del 5,5, por 100 en 2011 y probablemente entre el 3 y el 4 por 100 en 2012. En vez de detener el constante crecimiento de la deuda pública, las sucesivas medidas de austeridad lo habían elevado a finales de 2011 al 160 por 100 del PIB. Mientras tanto, la recesión acumulativa redujo el déficit por cuenta corriente desde un desmesurado 15 por 100 al 10 por 100 del PIB, pero permaneció un 2,5 por 100 por encima de las proyecciones del BCE-CE-FMI. Para la troika, por supuesto, si las cifras no cuadran con las proyecciones es culpa de Grecia por aceptar la austeridad tan a regañadientes, y no tiene nada que ver con el colapso de la producción causado por el plan que impusieron Bruselas y Berlín.

Opciones para la suspensión de pagos

Cualquiera que sea el resultado de la crisis griega, la eurozona emergerá profundamente transformada. Dado que el país es insolvente, afronta una suspensión de pagos de una u otra manera, gobierne quien gobierne. O bien Grecia continúa aceptando la disfrazada bancarrota que le impone la eurozona a través de sucesivos paquetes de «asistencia» con condiciones cada vez más duras, o decide cortar sus pérdidas y anuncia una suspensión

de pagos unilateral que implica una salida de la moneda única. Hasta ahora, el tratamiento de estas dos posibilidades en los medios de comunicación ha ofrecido pocos análisis sólidos que ayuden a valorar las consecuencias. Al hacerlo, hay que contemplar dos precedentes obvios: Japón y Argentina. En el primer caso, Japón –su economía cargada de deuda pública y privada después del estallido de la burbuja inmobiliaria en 1990– sufrió una austeridad a largo plazo ligada a un estancamiento económico de duración indefinida. En el segundo caso, Argentina, cuya moneda estaba vinculada al dólar, sufrió una enorme crisis de la deuda pública en diciembre de 2001. Declaró la suspensión de pagos y restableció una moneda nacional autónoma en enero de 2002.

En el caso de una suspensión de pagos griega dentro de la eurozona, las deudas públicas seguirían siendo pagaderas, ya que no se rigen por la ley griega; lo mismo se aplicaría a los préstamos del FMI y a los sucesivos préstamos que Estados socios hicieron a través del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF). En cuanto a las deudas privadas, los bancos griegos están al descubierto frente a su propio Estado por más de 30.000 millones de euros e inmediatamente irían a la bancarrota. Las autoridades de la eurozona podrían recapitalizarlos vía el FEEF, pero esto aumentaría todavía más el volumen de deuda a devolver con el tiempo. En esa situación, ¿cuáles serían las consecuencias a largo plazo para el país? Una cosa es evitar una catástrofe a corto plazo, otra salir realmente de la crisis. El crecimiento en la eurozona ha estado debilitándose constantemente de una década a la siguiente. La recesión que ha estado en marcha desde finales del otoño de 2011 no ayudará a estabilizar una tendencia más dinámica.

A principios de marzo de 2012, el gobierno griego aceptó un nuevo plan de rescate de 174.000 millones de euros unido a una implicación del sector privado: la llamada participación voluntaria de acreedores privados extranjeros vio como renunciaban al 53 por 100 de sus derechos, soportando pérdidas que hacía mucho estaban previstas. Sin embargo, el continuo desgaste del sector productivo redujo la productividad, al igual que los salarios, de modo que la competitividad no mejoró. Por ello el alivio fue efímero, con la recesión profundizándose y el clima social deteriorándose rápidamente.

La eurozona en conjunto está cerca de quedar atrapada en un camino al estilo japonés: un crecimiento perennemente anémico y una deflación que impide que la deuda pública disminuya. Sin embargo, la eurozona no es Japón, un país homogéneo con un poderoso sector industrial y que funciona en un parte dinámica del mundo. La deuda japonesa se financia casi por completo con los ahorros de sus residentes, que han aceptado los tipos de interés bajos, manteniendo el coste de la deuda en mínimos. La situación de los países de la eurozona es la contraria: niveles de competitividad desiguales, un papel significativo desempeñado por no residentes, y tipos de interés disparados para los países endeudados. Para que el camino «japonés» fuera viable, Europa necesitaría proporcionar financiación para inversiones es-

tructurales en la línea de un Plan Marshall para Grecia y otras economías periféricas, dirigido a mejorar la competitividad elevando la productividad en vez de bajando los salarios. La ayuda a Grecia no debería tomar la forma de más préstamos, que solamente aumentan los niveles de deuda del país y profundizan su dependencia sin ningún efecto económico positivo. Tendrían que ser transferencias definitivas, dedicadas a la inversión productiva, de fondos estructurales europeos cuyo uso estaría planificado y monitorizado. Sin semejante ayuda, el resultado final será poner a Grecia bajo tutela, en una situación de creciente y severa austeridad y trabajando indefinidamente para pagar los intereses de las deudas contraídas por sucesivos planes de rescate, al mismo tiempo que imposibilita cualquier posibilidad de dinamismo en la eurozona que pudiera proporcionarle una compensatoria fuente externa de demanda. El desempleo persistentemente elevado reduce la empleabilidad y la calidad de la mano de obra; la reducción de los flujos de capital baja los índices de inversión, lo que conduce a dificultades para adoptar innovaciones; el gasto en educación e investigación se hunde hasta niveles despreciables, lo que bloquea cualquier avance en la productividad total de los factores. En resumen, la economía queda irreversiblemente debilitada.

Si el camino japonés es impracticable, ¿qué pasa con la opción de Argentina? Optar por esta última es apostar por el crecimiento a largo plazo. De nuevo situaría a Grecia entre los países de «mercados emergentes», y le permitiría aplicar métodos político-económicos heterodoxos. Grecia ya está visiblemente exhausta por la austeridad, y una suspensión de pagos parcial que no se identifique como tal sólo servirá para retrasar la salida de la unión monetaria. Una salida unilateral del euro es un riesgo porque es catastrófica a corto plazo, pero ofrece la esperanza de una recuperación que situaría al país en una trayectoria de crecimiento. Esto supondría la creación de una nueva moneda, digamos que el dracma; por estos medios Grecia recuperaría el control de su política monetaria. El noventa por cien de la deuda privada se rige por la ley nacional; su reestructuración —el «corte de pelo» para los acreedores— se produciría a través de una bajada del tipo de cambio. Los pasos necesarios para poner esto en funcionamiento deberían darse en una particular secuencia que no se observó por completo en Argentina. Atenas no debería esperar a que el tipo de cambio haya empezado a colapsarse para convertir las deudas. Los activos y pasivos en euros deberían ser redenominados en dracmas tan pronto como la decisión de establecer la nueva moneda se haya tomado, ya que la reforma monetaria y la transformación de la estructura financiera son una sola cosa. Se necesitará dar un cierto número de pasos en un periodo de tiempo muy corto: primero, la congelación de todas las cuentas para evitar la fuga de capitales; segundo, la conversión instantánea (los argentinos esperaron); tercero, el cierre de todos los bancos por lo menos durante una semana para proporcionarles billetes, reconfigurar los cajeros automáticos y examinar sus cuentas (en Estados Unidos, la administración Roosevelt decretó unas largas vacaciones bancarias en marzo de 1933); cuarto, el Estado necesita emitir títulos a muy corto plazo que pueden servir como pagarés hasta que el

nuevo circuito monetario haya quedado establecido; quinto, nacionalizar los bancos, lo que significa no sólo que los depósitos pueden ser garantizados, sino también que, cuando el préstamo se reanude, el capital puede ser dirigido a financiar la producción interna.

¿Cuáles serían las consecuencias económicas de todo esto? La dura prueba sufrida por Argentina entre 1998 y 2001 fue muy similar a la que atraviesa Grecia desde finales de 2009. Bajo el tutelaje del FMI, Argentina pasó de un plan de austeridad a otro; el país se vio envuelto en un estancamiento permanente y el desempleo alcanzó el 16 por 100. Los márgenes de deuda pública en relación al tipo de interés estadounidense alcanzaron los 2.500 puntos básicos –más o menos el nivel de los márgenes griegos en relación a los bonos alemanes en otoño de 2011–, pero la idea de abandonar la convertibilidad con el dólar era tabú. La drástica austeridad trajo una escasez de liquidez y en las provincias aparecieron monedas paralelas. La inflación, aunque contenida en cierta medida por políticas económicas restrictivas, permaneció sistemáticamente mayor que en Estados Unidos y Europa. El 1 de noviembre de 2001 el gobierno admitió que la deuda argentina era insostenible, y pidió a sus acreedores que bajaran el tipo de interés y renegociaran bonos por valor de 95.000 millones de dólares. Un mes más tarde el gobierno ordenó la congelación de los depósitos bancarios –el *corralito*– y puso en marcha drásticos controles sobre las divisas. Sin embargo, la convertibilidad con el dólar no fue eliminada hasta el 6 de enero de 2002, cuando el gobierno entrante apostó por la «pesificación» –la introducción forzosa del peso– y la des-dolarización. El retraso fue un error porque la escasez de moneda y la suspensión de los contratos financieros que se habían producido en el intervalo llevaron a un parón del comercio.

El efecto inmediato de esta estrategia en Argentina fue una severa recesión y habría que esperar lo mismo en Grecia. Habida cuenta del cierre de los mercados de capital, el déficit por cuenta corriente necesitaría ser absorbido directamente, ya que sin la ayuda de Europa no habrá manera de financiar un aumento de la deuda externa. El déficit por cuenta corriente griego es el 10 por 100 de PIB y la base industrial del país es débil y no está diversificada. La situación requeriría por ello una severa depreciación en el tipo de cambio, que a corto plazo significaría una drástica caída de las importaciones. El dracma podría tener que depreciarse en un 70 por 100 para cancelar el déficit por cuenta corriente. En Argentina, que tenía 100.000 millones de dólares en deuda soberana, la depreciación llegó al 64 por 100.

En estas condiciones la inflación fue al principio muy elevada y hubo una considerable reducción de los ingresos reales. La «pesificación» condujo a una caída del 15 por 100 en las importaciones en seis meses. En la primera mitad de 2002, Argentina sufrió una contracción del 15 por 100 y un 30 por 100 de inflación. Pero después de seis meses, la situación empezó a mejorar. Los economistas del FMI y del Banco Mundial estaban prediciendo una hiperinflación y el rechazo de la nueva moneda, es decir, la adopción «salvaje» del dólar en todas las transacciones. Pero lo que sucedió fue

lo contrario. Hubo una aceptación masiva de la nueva moneda y un rápido descenso de la inflación, que cayó al 3 por 100 a finales de 2003. El tipo de cambio se estabilizó a un nivel altamente competitivo: 3,6 pesos por dólar. El repunte de la producción fue igualmente notable: un 17 por 100 en dos años. La depreciación del tipo de cambio trajo un estímulo para las exportaciones manufacturadas, mientras que los precios globales de las materias primas, de las que Argentina es un exportador neto, también remontaron. Estas evoluciones se combinaron para producir una enorme mejora en la balanza comercial, de modo que el balance de la cuenta corriente tuvo superávit y Argentina acumuló reservas de divisas. Con la reanudación del crecimiento, el gobierno pudo anunciar un superávit presupuestario primario del 2,3 por 100 en 2003 y del 3 por 100 en 2004.

El paso decisivo para Argentina fue la restauración de la soberanía monetaria. En el caso de Grecia, un repunte de las exportaciones afectaría al turismo, a la producción agrícola, a los fletes y a los servicios empresariales; el regreso de la rentabilidad gracias a la caída del tipo de cambio podría alentar a empresas extranjeras para establecerse allí. En otras palabras, el país ganaría competitividad a través de una estrategia ofensiva y no a través del desgaste causado por bajadas salariales. Adoptar este itinerario sería una apuesta, pero de otra forma es difícil imaginar que Grecia alcance las condiciones para un crecimiento a largo plazo. Mientras los precios de los bienes producidos en el exterior subirían, los proyectos a largo plazo del país mejorarían. En conjunto, una apuesta semejante sería en su interés, si todas las alternativas positivas permanecen bloqueadas por Bruselas y Berlín.

¿Cuál sería el impacto en la eurozona de la salida de Grecia? O haciendo la pregunta de otra forma, ¿en qué se diferenciaría de la permanente provisión de sucesivos préstamos de emergencia para Grecia, ya que las medidas previstas solamente pueden mantener al país en un duradero estado de dependencia? En cualquiera de los dos casos, el problema inmediato para los socios de Grecia es evitar que el contagio se extienda al resto de la eurozona, llevando con él una crisis de liquidez que podría empujar a España, por ejemplo, a la insolvencia. Sólo con un compromiso explícito del BCE para apoyar a las economías más débiles de la eurozona puede detener la presión de los mercados sobre sus bonos, un necesario primer paso para cualquier solución a largo plazo. Algunos comentaristas sugieren que el riesgo de contagio sería significativamente superior si Grecia dejara el euro, ya que esto podría crear un precedente que asustaría a los inversores; toda Europa estaría zambullida en una severa recesión. Pero como los márgenes de los bonos italianos, españoles y franceses revelan claramente, el contagio ya forma parte de las expectativas del mercado. Por ello, si los costes financieros a largo plazo de la eurozona probablemente sean aproximadamente similares en los dos escenarios, su periodización será diferente. Si Grecia restablece una moneda soberana, habrá una pérdida inmediata para sus acreedores de la eurozona cuando los derechos denominados en euros se conviertan en dracmas. Si Grecia

mantiene la moneda única, los costes de las sumas cada vez mayores que será necesario que administren el BCE, la Comisión Europea y el FMI para que pueda hacerlo estarán escalonados a largo plazo.

La eurozona y el mundo

Desde mayo de 2012 la doble crisis de soberanía y bancaria ha cobrado impulso. Los márgenes de los bonos soberanos han estado creciendo en España e Italia. Después de arreglárselas a duras penas con garantías del gobierno –típicas de la tolerancia europea practicada por los reguladores nacionales para con sus bancos– estos últimos están presionados para un desapalancamiento por 2 billones de euros durante los dos próximos años, de acuerdo con cálculos del FMI. Los pasivos transfronterizos están por ello reduciéndose rápidamente, renovando la amenaza de una crisis del crédito justamente seis meses después de que el BCE lanzara una gigantesca operación de refinanciación a largo plazo (ORLP o, en inglés, LTRO) para evitar una anterior en noviembre de 2011. Los depósitos han continuado escapándose de los bancos españoles, más del 2 por 100 mensual desde marzo de 2012. El gasto en el sector privado ya está cayendo en picado en los países cargados de deuda. Italia ha estado en recesión durante tres trimestres consecutivos, con el desempleo en aumento y el poder adquisitivo disminuyendo: en el primer trimestre de 2012 el consumo privado cayó el 2,4 por 100 y el PIB el 1,3 por 100. En España los precios inmobiliarios están viniéndose abajo desencadenando oleadas de cierres. El estrés financiero de los hogares está empezando a socavar un legado de sobreendeudamiento del consumidor. Combinado con una ralentización de las exportaciones, la caída de la demanda doméstica puede conducir a una pérdida anualizada del 3 por 100 del crecimiento del PIB en la segunda mitad de 2012. El empeoramiento de la recesión en el sur de Europa, unido a una marcha del comercio mundial en gran medida reducida, está incidiendo sobre la locomotora alemana y conduciendo a un crecimiento mucho menor de la industria. El debilitamiento de la macroeconomía está realimentando la crisis financiera; los compromisos para reducir los déficits fiscales en relación al PIB no pueden cumplirse. Las deudas pública y soberana probablemente pueden subir entre un 15 y un 20 por 100 antes de finales de 2013, sembrando más acritud en los debates del gobierno.

Además, la situación de incertidumbre financiera y de recesión en Europa tiene un impacto corrosivo sobre el crecimiento mundial porque interactúa con un montón de problemas estructurales con los que se están encontrando las economías grandes. El potencial de crecimiento de Estados Unidos puede haber disminuido del 3 al 2 por 100, mientras que las preocupaciones sobre un «precipicio fiscal» a finales de 2012 están agravadas por la aparentemente insuperable paralización del Congreso. India está cargada de un persistente desequilibrio en sus finanzas públicas, de sus cuentas corrientes y de inflación. El índice de inversión productiva en Brasil ha sido persistentemente demasiado bajo para sostener un creci-

miento constante del 5 por 100 porque el coste del capital ha sido demasiado elevado durante demasiado tiempo. China está manejando la difícil transición desde el desarrollo impulsado por la acumulación y dirigido por las exportaciones al crecimiento sostenible.

Las economías de mercado emergentes están obstaculizadas por el disminuido comercio hacia los países occidentales y por las fugas de capitales. Un modelo econométrico desarrollado en el CEPII para estudiar las macro-interdependencias nos permite simular las consecuencias de una caída del 2 por 100 en el PIB de la eurozona desde el anterior pronóstico de consenso de 2012, dependiendo en cómo Estados Unidos lo sobrelleve. La República Popular China perderá un 1 por 100 de su crecimiento en primera instancia y un 1,4 por 100 en segunda. Excluyendo a China, los países emergentes de Asia perderán el 2,1 por 100 y el 3 por 100, cayendo a un punto muerto si Estados Unidos no aguanta, mientras que América Latina, profundamente afectada por Estados Unidos, padecería una caída del 0,8 al 2,4 por 100. Después de dos años, estas economías se recuperarían parcial o completamente, dependiendo del comportamiento de Estados Unidos, pero también de la capacidad de recuperación china. Realmente los vínculos comerciales y financieros entre la RPCh y otras economías de mercado emergentes son lo suficientemente fuertes como para difuminar los efectos de la capacidad de liderazgo china para asumir políticas contracíclicas con poca antelación. La otra variable importante en el proceso de ajuste mundial es el precio de los productos básicos, cuya caída sería adversa para América Latina a corto plazo pero ayudaría a aumentar el ingreso real y la demanda interior en China, reanimando las importaciones, lo que beneficiaría a los exportadores de productos básicos³.

El papel de Berlín

La responsabilidad por la trayectoria que ha tomado la eurozona se encuentra principalmente en Berlín. Alemania es el país dominante dentro de la zona, tanto por su tamaño económico como por el compromiso fundador de 1991 que modeló el euro sobre una doctrina monetaria alemana. Como hemos visto, la polarización de la competitividad en Europa se ha producido en ambos lados, como las cuchillas de unas tijeras, no solo en uno. Determinadas a recuperar la competitividad que había perdido Alemania durante la década de 1990, a principios de la siguiente las autoridades y las empresas del país impusieron una intensa represión sobre los costes salariales que era cualquier cosa menos cooperativa; al mismo tiempo, la explosión del crédito desató una expansión de la demanda mucho más allá de las capacidades de producción de los países más débiles. Desde el comienzo de la crisis, sin embargo, Alemania ha insistido en un diagnóstico asimétrico, trasladando toda la carga del ajuste a los países deficitarios.

³ Bilge Erten, «Macro-Economic Transmission of Eurozone Shocks to Emerging Economies», CEPII Working Paper 12, 2012, disponible en www.cepii.fr.

Este enfoque antecede en mucho tiempo a la unión monetaria europea. Después del fin del sistema de Bretton Woods, los dirigentes alemanes se opusieron a los intentos de restablecer el sistema monetario internacional realizados por el Comité de los Veinte, que hubieran supuesto ajustes simétricos para los países con superávits y para los deficitarios. Cuando el Sistema Monetario Europeo fue concebido en 1979, Alemania impuso un sistema de ajuste asimétrico de otras monedas, en vez de uno simétrico basado en el ECU. A principios de la década de 2000, cuando surgieron los enormes desequilibrios en la balanza de pagos global, se hizo responsables de ellos a los superávits chinos y no a los alemanes, incluso aunque los excedentes alemanes eran mayores que los de la RPCh como porcentaje del PIB. Desde luego, los de China estaban constituidos principalmente a expensas de Estados Unidos, mientras que dos tercios del superávit comercial alemán se produce a expensas de los socios de la eurozona.

El liderazgo de Berlín ha desarrollado una interpretación moralista de la crisis. Admiten que la eurozona es importante, pero insisten en que no puede mantenerse a cualquier precio. Los países cuya «irresponsabilidad» ha conducido a la eurozona a su estado actual deben pagar por ello. De ahí las exhortaciones para que los gobiernos de los países deficitarios emprendan «reformas» y sigan el camino alemán, sin que importe lo irrealizable que sea eso. Si toda la eurozona se convirtiera en una gran Alemania, como sugiere el discurso de Berlín, su superávit comercial tendría que ser gigantesco para sostener su crecimiento, y necesitaría una enorme expansión de la demanda global para absorber las mercancías europeas. Alternativamente, un euro confinado a la zona de influencia de Alemania –Austria, Holanda, Finlandia– se revalorizaría en un 30 por 100 por lo menos, cancelando el superávit alemán. El país se encontraría entonces con los problemas económicos internos que su superávit externo ha permitido mantener latentes: una exánime demanda de los consumidores, tendencias demográficas catastróficas y una elevada deuda externa; incluso si el expediente de ocultar el estímulo y el plan de rescate de bancos de 2008 en una cuenta especial significara que pudiera continuar dando la impresión de virtud presupuestaria.

El enfoque alemán está basado en la tradición nacional de ordoliberalismo, que hace un gran énfasis en las reglas y las regulaciones. Es una equivocación considerarlo una versión del neoliberalismo anglosajón; los dirigentes alemanes desconfían de los mercados y creen que deberían mantenerse bajo una estrecha supervisión por medio de una estricta regulación. Por lo que respecta al sector bancario este enfoque es claramente pertinente, como ha demostrado la crisis. El modelo bancario alemán basado en reglas funcionó notablemente bien hasta la crisis de 2002-2003, cuando los bancos en dificultades fueron obligados a vender activos que fueron comprados por fondos de cobertura anglosajones, mientras la Comisión Europea empezaba a presionar para la eliminación de las garantías que los *Länder* proporcionaban a los Landesbanken. El sector bancario alemán se lanzó entonces a operaciones de riesgo en Estados Unidos, España

y en otros lugares para mantener sus beneficios. Los bancos alemanes se mostraron especialmente entusiastas con los activos tóxicos en el exterior. Sin embargo, al mismo tiempo los bancos regionales permanecieron siendo una parte integral del tejido de empresas pequeñas y medianas que forman la base de la prosperidad alemana.

El gobierno Merkel está por ello atrapado entre su deseo de poner orden financiero, haciendo que los bancos paguen por los excesos de los que han formado parte, y la necesidad de evitar un debilitamiento de sus propios bancos. A partir de 2008, decidió que congelaría la situación antes que crear «bancos malos»; entidades financieras públicas que tomarían los activos tóxicos y los convertirían en titulaciones con vencimientos muy largos, para absorber gradualmente las pérdidas. Por ello suspendió las reglas del «valor justo» (valorar los activos al precio del mercado, o a precios que estimulan los funcionamientos del mercado), para permitir a sus bancos absorber con el tiempo las pérdidas ocultas que deberían haber salido a la superficie en sus balances. El caso del Commerzbank, el segundo banco del país, es emblemático. Lo mismo sucede con los Landesbanken, que deberían haberse consolidado hace mucho tiempo. Todos estos bancos están cargados de activos tóxicos derivados de la crisis estadounidense de las hipotecas *subprime*. Commerzbank ya ha recibido una inyección de 18.000 millones de euros de dinero público en 2008 –el gobierno federal posee una cuarta parte del capital– sin que se le obligue, sin embargo, a limpiar sus balances. La mala gobernanza financiera está facilitada por la increíble laxitud de las autoridades alemanas, que apenas cuadra con el moralismo de sus declaraciones oficiales.

Merkel ha afirmado repetidamente que hay que hacer que los bancos paguen, pero las acciones alemanas han sido más ambivalentes. El test de estrés realizado por el BCE en diciembre de 2011 reveló una crítica falta de capitalización en los sectores bancarios francés y alemán, así como en Grecia, España e Italia. Para alcanzar los niveles requeridos de capital para el 30 de junio de 2012, los bancos intentarán vender todos los activos que puedan, haciendo descender los mercados financieros aún más; y continuarán limitando la entrega de nuevos préstamos. La recesión de 2012 en la eurozona puede por ello ser más profunda de lo previsto, agravando la tendencia descendente. En todo esto, el poder que los bancos ejercen sobre los gobiernos es un factor importante. Los gobiernos de la eurozona, y Berlín en particular, se niegan a reconocer que un sistema financiero hipertrofiado tendrá que ser radicalmente transformado antes de que las economías europeas puedan regresar al crecimiento sostenible. Sus análisis rechazan la dimensión sistémica de la crisis y han conducido a una política de «pequeños pasos», en la que los problemas son abordados allí donde surgen, reducidos a crisis temporales de liquidez ocasionadas por actores que pueden ser castigados, mientras que los bancos permanecen virtualmente intocables. El FEEF en mayo de 2010, la poco sistemática compra de bonos del BCE; los préstamos de rescate para Grecia, Portugal y quizá pronto España, condicionados a someterse a la toma de decisiones

ejecutivas de los funcionarios de la troika; la sustitución de los gobiernos italiano y griego en noviembre de 2011; el llamado *Fiscal Compact* y los préstamos a tres años (LTRO) del BCE en diciembre de 2011; el tardío «corte de pelo» de los tenedores de títulos de deuda de Grecia en marzo de 2012. Desde el principio las soluciones previstas han sido incrementales, homeopáticas, y no tienen otro efecto que añadir más capas de deuda sobre países cuyas dificultades aumentan con cuanta más «asistencia» reciben. Por encima de todo, la posición alemana no ofrece ninguna visión de crecimiento sostenible para Europa.

La eurozona ha llegado a una encrucijada histórica. Una salida sostenible de la crisis requerirá un cambio decisivo de su filosofía política. Cuando se firmó el Tratado de Maastricht, los dirigentes políticos se negaron a reconocer que, al crear el euro, estaban cambiando la naturaleza misma del proyecto europeo. Pensaron que podían funcionar con una moneda que estaba incompletamente constituida; es decir, externa a una soberanía de los Estados miembros y carente de cualquier órgano federal de soberanía. La crisis ha hecho pedazos esta ilusión. El euro debe constituirse como una moneda total, lo que significa que debe estar basada en un poder soberano. Esto requerirá la construcción de una unión presupuestaria europea democráticamente legitimada, una soberanía en común para determinar colectivamente una política fiscal a medio plazo. El mandato del BCE debe aumentarse y se debe desarrollar un amplio mercado para el eurobono sobre la base de la unión fiscal, dirigido a financiar el crecimiento a largo plazo. Esto a su vez significará abordar las dolencias subyacentes en la eurozona: por un lado, el continuo debilitamiento de los índices de crecimiento en las últimas cuatro décadas; por el otro, una polarización entre el norte, donde la industrialización se ha consolidado, y el cada vez más desindustrializado sur. La integración, en ausencia de una estrategia de desarrollo de alcance europeo, sólo tuvo éxito en concentrar la actividad industrial en las regiones donde ya era sólida, mientras que la periferia perdió terreno. Para contrarrestar este deslizamiento hacia el estancamiento a largo plazo será necesario un proyecto de desarrollo capaz de relanzar la innovación a lo largo de todo el abanico de actividades económicas, impulsada por una inversión ampliamente anclada a niveles locales y regionales con un fuerte componente medioambiental. Corrigiendo sus desequilibrios, la eurozona estará mejor equipada para desempeñar un papel en la transformación de la economía mundial que está en marcha, en la que la preponderancia de Occidente inevitablemente disminuirá.