

# DESPUÉS DE MAASTRICHT: BALANCE Y PERSPECTIVAS DE LA MONEDA ÚNICA A RAÍZ DE LA CRISIS FINANCIERA

*Sara González*

Universidad Complutense de Madrid

saragon@ccee.ucm.es

ORCID iD: <https://orcid.org/0000-0002-3274-7980>

*Juan Mascareñas*

Universidad Complutense de Madrid

jmascare@ucm.es

ORCID iD: <https://orcid.org/0000-0001-5548-6309>

## Introducción

La Unión Económica y Monetaria (UEM) europea, iniciada el 1 de enero de 1999, perseguía el objetivo de una unión cada vez más estrecha de sus estados miembros (tabla 1) y podría contemplarse como el paso final en el camino de la eliminación de las barreras al comercio entre ellos (después de la unión aduanera, la movilidad de la mano de obra, el movimiento de capitales y el mercado único) y como un paso más hacia la unión política a la luz de la estrecha relación entre esta y la unión monetaria. La UEM se construyó para ser irreversible, lo que contribuye a que la posible salida de un estado miembro de la UEM tenga una importancia y dificultades políticas considerables.<sup>1</sup>

Lo anterior explica que la construcción de la UEM no solo tuviese un trasfondo económico sino también político. Así, por ejemplo, líderes políticos como Jacques Delors –presidente de la Comisión Europea entre 1985 y 1995– veían la UEM como una manera de continuar profundizando en la idea del mercado único. François

Tabla 1. Estados componentes de la UEM y año de su incorporación<sup>2</sup>

Año de incorporación	Estados
1999	Alemania, Austria, Bélgica, España, Finlandia, Francia, Irlanda, Italia, Luxemburgo, Países Bajos, Portugal
2001	Grecia
2007	Eslovenia
2008	Chipre y Malta
2009	Eslovaquia
2011	Estonia
2014	Letonia
2015	Lituania

Fuente: Banco Central Europeo<sup>3</sup>

Mitterrand –presidente de Francia entre 1981 y 1995– esperaba que la unión monetaria redujera la influencia que el Bundesbank alemán tenía en el anterior sistema monetario europeo; mientras que Helmut Kohl –canciller alemán entre 1982 y 1998– la consideraba como una forma de acercar la recién unificada Alemania

al resto de Europa,<sup>4</sup> al tiempo que se aseguraba de que sus socios comerciales no pudieran obtener una ventaja competitiva respecto de los productos alemanes mediante la devaluación de sus monedas.<sup>5</sup>

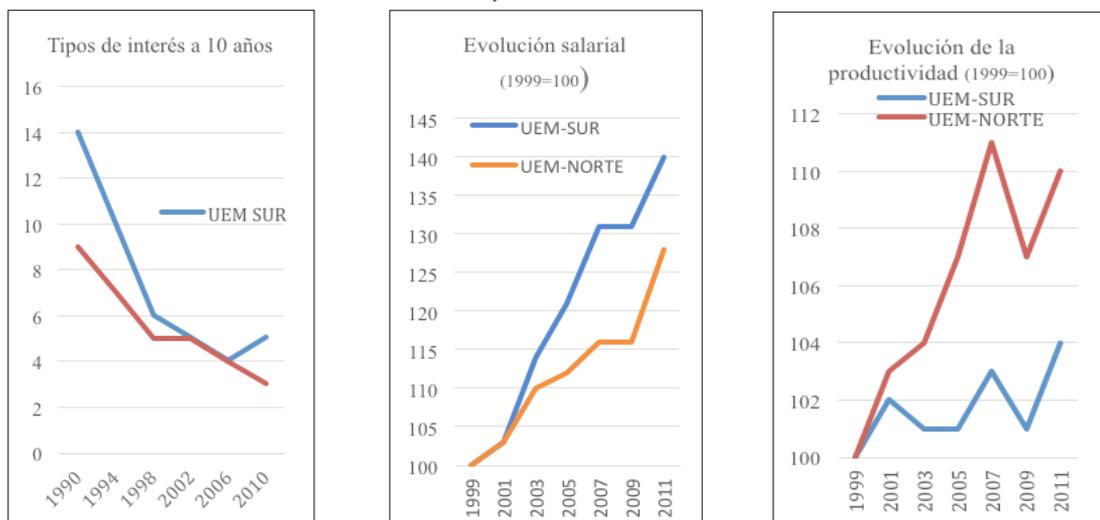
Tal vez por ello el euro se convirtió en algo más que en una moneda, en un símbolo de la Unión Europea (UE), y eso a pesar de que desde su nacimiento se sabía que la UEM no era una zona monetaria óptima pues carecía de mecanismos que distribuyeran los impactos económicos asimétricos entre sus estados miembros.<sup>6</sup> Más aún, al Banco Central Europeo (BCE) se le encomendó la tarea de mantener la estabilidad financiera (control de la inflación), pero se le prohibió comprar deuda pública,<sup>7</sup> bajo la premisa de que la UEM nunca implicaría transferencias entre los estados miembros, otro freno más a la mitigación de las sacudidas económicas mencionadas.

La UEM aglutinó una serie de estados europeos con distintos niveles de desarrollo político y con economías estructuradas de formas diferentes; y son estas diferencias —muchas de ellas históricas y fuertemente arraigadas— las

que se encuentran en la base de los problemas a los que se enfrenta la UEM.

Las economías de mercado coordinadas del norte de Europa,<sup>8</sup> suelen tener unos sindicatos y unas asociaciones patronales bien desarrollados y organizados, que están acostumbrados a negociar entre ellos, lo que les permite contener el coste unitario de la mano de obra para impulsar las exportaciones, al mismo tiempo que disponen de un sistema de formación profesional que les proporciona unas ventajas importantes en la producción de mercancías de elevada calidad y alto valor añadido para las que la demanda de exportación es relativamente estable. Por el contrario,<sup>9</sup> las economías del sur de Europa desarrollaron movimientos sindicales conflictivos divididos en confederaciones rivales que se enfrentan a asociaciones patronales relativamente débiles, lo cual permite pactos sociales periódicos, pero hace muy difícil una coordinación salarial sostenida; además, estos países carecen de la capacidad institucional para ofrecer una formación coordinada que haga posible la producción de alto valor añadido y la innovación continua, lo que les obliga a competir directamente con países

Figura 1. Comparación de tres variables económicas de estados miembros de la UEM del sur y del norte



Fuente: Boltho y Carlin, 2012

que ofrecen los mismos productos de bajo valor añadido, pero con salarios más bajos.

Como ejemplo, véase en la Figura 1 el comportamiento de tres variables económicas en los primeros diez años de la UEM, dependiendo de si sus estados componentes pertenecen al «sur» o al «norte». Los altos tipos de interés de los estados del sur pre-UEM se igualaron a los del norte a raíz del nacimiento del euro, para volver a distanciarse a raíz de la crisis de 2008; los sueldos de los «sureños» subieron bastante más que los de los «norteños», lo que no sería problema si no fuese por el comportamiento de la productividad, que creció en el periodo considerado mucho menos que la de los estados del norte. Todo ello explica lo señalado en el párrafo anterior.

Así que los estados del norte continuaron con sus tradicionales estrategias de crecimiento basadas en las exportaciones mientras contenían el crecimiento de los salarios con la tranquilidad de saber que sus vecinos no podían competir con ellos vía devaluaciones competitivas de sus monedas al pertenecer a la UEM. De esta forma, los superávits de las balanzas comerciales de los estados del norte aumentaron fuertemente.

En resumen,

uno de los efectos de la unión monetaria fue el de estimular sendas de crecimiento desequilibradas que favorecieron la expansión de los sectores exportadores del norte de Europa, con frecuencia a costa del consumo interno, al tiempo que muchos sectores exportadores del sur de Europa languideaban frente a la prosperidad de los sectores protegidos de la competencia exterior (entre los que frecuentemente destacaba la construcción).<sup>10</sup>

Cuando estalló la crisis, varios estados de la periferia se vieron gravemente afectados por el agotamiento del crédito barato, lo que dejó expuestos y vulnerables tanto a los deudores privados como a los soberanos. A lo largo de este

trabajo analizaremos las crisis griega, irlandesa y portuguesa por ser las tres economías que debieron ser rescatadas, aunque es de destacar que la primera de ellas fue la más importante llevando al límite la supervivencia de la UEM. La crisis de la zona del euro reforzó la asimetría existente en el poder entre los «estados centrales» (entre otros, Alemania y Francia) y los «estados periféricos» (en particular, Grecia, Irlanda, Italia, Portugal y España).<sup>11</sup>

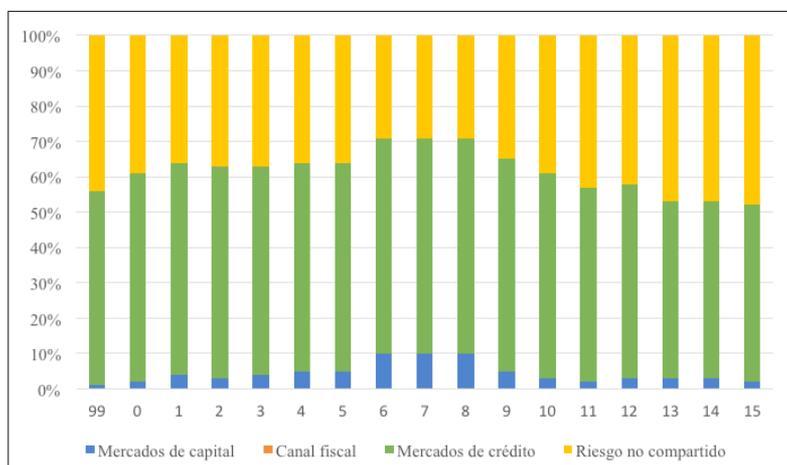
### Reflexiones sobre el adecuado diseño de la UEM y sus posibles problemas

Hay una frase de Jean Monnet que ha sido ampliamente citada y difundida: 'Siempre pensé que Europa se haría entre crisis y que sería la suma de las soluciones que diéramos a estas crisis'.<sup>12</sup> La unión económica y monetaria también hay que enmarcarla en este proceso, así que la tarea de completar el diseño de la moneda única siempre estará inacabada pero el riesgo existencial inherente servirá para impulsar el consenso político que permita avanzar en su construcción.<sup>13</sup>

Según Hernández de Cos, el conocimiento de las deficiencias del diseño del euro ayudará a evitar que sean estas las grietas por las cuales se ponga en riesgo su propia existencia.<sup>14</sup> Para él, el diseño original de la gobernanza en la eurozona ha adolecido de tres carencias importantes: a) la debilidad de la implementación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC); b) la ausencia de mecanismos de coordinación de las políticas económicas y de gestión de crisis; y c) la asimetría entre la existencia de una política monetaria única y una supervisión bancaria a escala nacional.

A raíz de la crisis económico-financiera del 2008 se han ido reparando de alguna manera las carencias anteriores.<sup>15</sup> Se ha reformado el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) y sus extensiones del Pacto Fiscal y el denominado *Two Pack*.<sup>16</sup> Se ha creado un procedimiento de

Figura 2. Evolución de la potencia de los canales de mutualización de riesgos en la UEM



Fuente: Hernández de Cos, 2019, p. 50, y Banco de España

reducción de desequilibrios a través del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) y de la Unión Bancaria (Mecanismo Único de Supervisión y Mecanismo Único de Resolución).

Un elemento esencial para que una unión monetaria funcione adecuadamente lo constituye la existencia de potentes canales de diversificación de riesgos, que mitiguen los costes de ajuste que surgen al presentarse una perturbación económica específica. Por ejemplo, cuando una perturbación afecta a la economía de un estado de los Estados Unidos de América, entre el 70%-80% de su impacto se distribuye entre el resto de los estados. Esta distribución del impacto se produce a través de tres canales:<sup>17</sup>

Los mercados de capitales privados, cuya intensidad viene determinada por la cantidad de activos financieros emitidos por instituciones no residentes que hay en las carteras de los residentes en los distintos estados, esto es, por la propiedad transfronteriza del capital. En el caso de los EEUU permite compartir un 40% de las perturbaciones asimétricas, pero solo alrededor de un 5% en el caso de la UE (por el elevado sesgo nacional en la posesión de activos financieros).

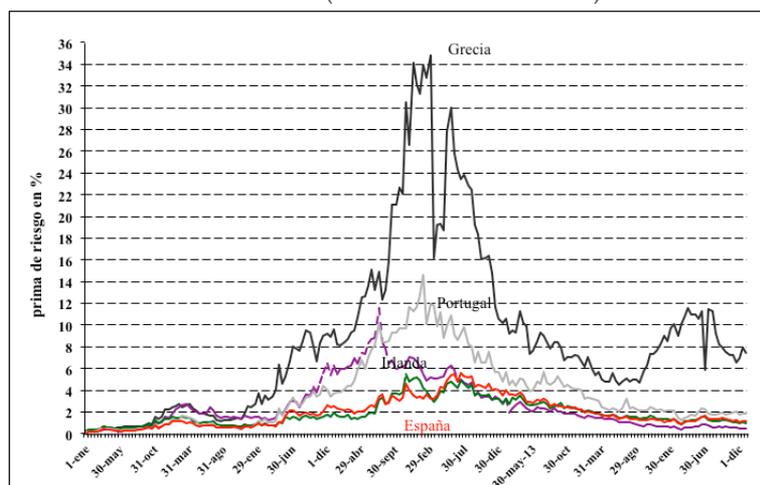
El canal crediticio, que adquiere una dimensión de riesgo compartido internacionalmente cuan-

do son las entidades no residentes las que prestan a los agentes residentes (o viceversa). Representa un 20% en los EEUU y un 40-50% en la UE. El canal fiscal, es decir, las transferencias recibidas del presupuesto federal representan el 10% en los EE UU, pero es inexistente en la UE, porque el presupuesto europeo no está diseñado con fines de estabilización.<sup>18</sup>

En conclusión, entre el 45% y el 55% del impacto producido por una perturbación económica en un estado de la UE ha sido posible mitigarlo al poderlo compartir con el resto de sus estados-miembros (Figura 2). Sin embargo, esa cifra es engañosa porque tres cuartas partes de ella pertenece al canal crediticio, que sufrió una fuerte inestabilidad durante la crisis iniciada en 2008 (la incertidumbre y la desconfianza propiciaron una renacionalización de los préstamos bancarios y de otros flujos financieros), lo que redujo su importancia en plena crisis. En la Figura 2 se puede observar la evolución relativa de los tres canales mencionados y del riesgo no compartido en la UEM entre 1999 y 2015.

La estabilidad del euro es función de tres variables importantes:<sup>19</sup> a) el denominado riesgo de redenominación, que indica la posibilidad de que el posible impago de la deuda de un estado

Figura 3. Evolución de las primas de riesgo de la deuda soberana de Grecia, Portugal, Irlanda, España e Italia con relación a la deuda soberana alemana (01/01/2008-30/06/ 2016)



Elaboración propia

miembro le lleve a abandonar la moneda única;<sup>20</sup> b) la fragmentación de los mercados financieros –mayoristas y minoristas– centrados en su propio estado, que debilita la posibilidad de compartir riesgos a través de los canales privados; y c) la ausencia de un marco fiscal favorecedor de políticas contracíclicas, así como la falta de mecanismos fiscales de la propia UEM que permitan hacer frente a perturbaciones económicas específicas.

Como es de esperar, el impacto de las perturbaciones económicas severas se transmitirá a las primas de riesgo de la deuda soberana de los estados de la UEM, lo que afectará a toda la estructura de precios de los activos financieros. De tal manera que en los estados con las economías más débiles los inversores exigirán unos mayores rendimientos que les compensen del mayor riesgo soportado, lo que implica que los costes financieros de las empresas de esos estados asciendan –en relación a los de los estados con economías más fuertes– dificultando su capacidad competitiva; y esto último dependerá, por tanto, de la pertenencia a un estado determinado de la UEM lo que, de mantenerse en el tiempo, haría incompatible

las nociones de mercado único y de libertad de movimientos con la estabilidad política del euro. Un ejemplo de lo comentado puede verse en la figura 3 donde se observa la evolución de las primas de riesgo soberanas (diferencia entre el rendimiento del bono del estado a 10 años con respecto al bono alemán del mismo plazo –el famoso «bund»–) de Grecia, Portugal, Irlanda, Italia y España entre el 1 de enero de 2008 y el 30 de junio de 2016.

Por otra parte, como ya se ha mencionado, los mercados financieros de la eurozona han mostrado un sesgo muy importante de financiación bancaria en comparación con la proveniente de los mercados de capitales; además, están muy fragmentados, con una gran importancia en las tenencias de activos y operaciones con las entidades bancarias de cada estado. Ambas situaciones han dificultado la transmisión de la política monetaria, haciéndola menos efectiva, por lo que el BCE ha tenido un papel preponderante como canalizador por defecto de los flujos transfronterizos de financiación.

De manera que las tareas que hay que realizar en la UEM son: a) completar el proyecto de la Unión Bancaria; b) desarrollar las medi-

das de la Unión del Mercado de Capitales, y c) reforzar el marco político e institucional para la mejora de la eficacia y la coordinación de la política fiscal.<sup>21</sup>

### Diferentes impactos de la crisis financiera según las economías de la eurozona

Como ya se ha comentado anteriormente, si *grosso modo* dividimos la UEM en dos zonas: norte y sur veremos que se caracterizan por aspectos distintos desde el punto de vista económico. Los estados del norte tradicionalmente disponen de unas economías de mercado coordinadas, que permiten a sus gobiernos aplicar unas políticas económicas restrictivas que desaniman a los sindicatos y empresarios a saltarse los márgenes salariales deseables.<sup>22</sup> Además, disponen de un sistema de formación profesional que les proporciona unas ventajas importantes en la producción de productos de elevada calidad y alto valor añadido para las que la demanda de exportación es relativamente estable.

En el otro lado se encuentran los estados del sur, cuyo crecimiento económico depende fundamentalmente de la demanda interna. A ello se une la dificultad de una coordinación salarial eficiente entre sindicatos y patronal, así como la carencia de una formación coordinada que haga posible la producción de alto valor añadido y la innovación continua, lo que los lleva a competir directamente con países que, ofreciendo los mismos productos de bajo valor añadido, los producen con menores salarios (e incluso menores garantías que las obligadas en el marco de la UE).

Cuando se produjo la crisis los mercados financieros se negaron a proporcionar financiación, no solo a la banca, sino tampoco a la gran mayoría de las empresas de los estados del sur. Muchas de sus empresas lograron financiarse porque disponían de filiales en estados del nor-

te o en otros países extracomunitarios a los que la crisis tardó más tiempo en golpear (Canadá, Brasil, etc.).<sup>23</sup>

A la vista de lo anterior se puede deducir que los estados del «norte» salieron más rápido de la crisis que los del «sur». Por ejemplo, la propia Irlanda, a pesar de que tuvo que ser rescatada a finales de 2010 y debió reestructurar su economía, disponía de la flexibilidad económica adecuada para volver rápidamente a la senda del crecimiento. Esto no ocurrió con los estados del sur en los que múltiples años de austeridad se han cobrado un alto precio en su capacidad productiva y en los niveles de inversión. Alemania no deja de crecer desde 2009 mientras que España e Italia debieron esperar a 2014 para iniciar un crecimiento de su PIB real con relación al año 1999. Curiosamente, si analizamos el comportamiento de las exportaciones tecnológicas de una serie de estados de la UEM en el periodo 2000-2016 tomando como referencia el año 2000 observaremos que Alemania y España son las que mejor comportamiento han tenido incluso a pesar de ambas crisis: financiera y de deuda soberana.<sup>24</sup>

### Reflexiones sobre la crisis de la deuda

El impacto de la crisis financiera comenzó con unas perturbaciones exógenas a la UEM, que afectaban a todos los Estados miembros, pero a principios de 2010 la crisis se convirtió en endógena, desde el punto de vista de la UEM. Los mercados financieros detectaron los puntos débiles de cada uno de sus estados miembros y se cebaron sobre ellos. El motivo es que esperaban que los países miembros de la zona del euro se prestaran apoyo financiero entre sí para garantizar la seguridad financiera y económica a menos que quisieran que su moneda común se viera expuesta a tensiones sin precedentes. El fundamento mismo de la UEM excluía expresamente que los Estados miembros asumieran las responsabilidades de

los demás, a través de la cláusula de «no rescate» (artículo 125 TFUE). Esto implicaba que la zona del euro no tenía un plan de contingencia para brindar asistencia financiera a sus miembros con problemas de deuda soberana. Más aún, los intereses políticos nacionales pasaron a primer plano y ocuparon un lugar destacado en las comunicaciones oficiales, lo que repercutió negativamente en los mercados financieros, que buscaban una dirección unificada en la UEM y reaccionaron con violencia cuando los procesos políticos fallaron o proporcionaron una comunicación desordenada de los responsables políticos europeos.<sup>25</sup>

Por un lado, los mercados no entienden por qué los gobiernos de los países europeos tardan en adoptar las medidas necesarias para solucionar los problemas, posponiendo decisiones y creando incertidumbre sobre sus intenciones reales. Por otro lado, las autoridades políticas muchas veces no entienden cómo funcionan los mercados financieros; los desprecian profundamente, pero al mismo tiempo dependen de ellos para financiar sus presupuestos.<sup>26</sup>

La razón de lo anterior podría explicarse por la naturaleza *ad hoc* de la respuesta a la crisis de la zona del euro, que llevó a los mercados financieros a dudar continuamente de su credibilidad. No fue hasta las decisiones políticas de gran alcance del fin de semana del 7 al 9 de mayo de 2010 que los gobiernos de la zona del euro pudieron poner algo de credibilidad en sus decisiones.<sup>27</sup> Esto demuestra que, incluso cuando está sujeta a una crisis grave, la UEM continúa evolucionando de manera incremental en lugar de crear una disposición radicalmente diferente desde cero.<sup>28</sup>

Los medios de comunicación del norte de Europa presentaron estos programas de rescate como actos de generosidad sin precedentes. Encabezados por Alemania, difundieron el relato de que habían acudido al rescate de los estados del sur para evitarles incurrir en un im-

pago de sus deudas soberanas. Sin embargo, hay que matizar ese «altruismo», porque la propia Alemania estaba sosteniendo una moneda única que había resultado beneficiosa para sus sectores exportadores (recordemos que era la potencia mundial exportadora por excelencia) y, al mismo tiempo, se estaba asegurando la devolución de los préstamos concedidos por sus propias entidades financieras. Por si fuera poco, el enfoque adoptado para conceder esos rescates tuvo consecuencias económicas y políticas muy desfavorables que afectarían a Europa en el futuro.<sup>29</sup>

Como contrapartida a los rescates, los gobiernos acreedores resaltaron el valor de las reformas estructurales impuestas a los estados deudores (con Grecia a la cabeza) con el fin de liberalizar tanto el mercado laboral como el de productos. Es probable que algunas de esas reformas tengan efectos positivos en los resultados económicos, pero solo a largo plazo. A corto, las reestructuraciones emprendidas en un contexto de austeridad fiscal a menudo tienen efectos negativos.<sup>30</sup>

Por ejemplo, en el caso griego –al que se dedica el epígrafe siguiente– los estados acreedores insistieron fuertemente en que realizase las reformas estructurales necesarias que posibilitaran un futuro crecimiento económico. Todo ello, en un contexto de austeridad fiscal porque los acreedores ya habían prestado a Grecia sumas equivalentes al total de su producto interior bruto (PIB) anual, de tal manera que, si se pretendían reducir los déficits griegos más lentamente con el objetivo de reactivar su economía, habrían sido necesarios mayores niveles de préstamos, y a los gobiernos acreedores les preocupaba el posible castigo electoral, especialmente a la vista de las citas electorales que celebraban varios *länder* de Alemania en 2011. Las reformas estructurales se consideraban una prioridad porque las raíces de los problemas de Grecia se atribuían en gran medida a

políticas clientelistas de una economía demasiado regulada.<sup>31</sup>

### La crisis de la deuda griega

Grecia se incorporó a la moneda única a principios de 2001 —un par de años después de su nacimiento—, y aunque en el período previo a su adhesión a la eurozona la inflación y los déficits presupuestarios griegos cayeron drásticamente y su PIB creció, sin embargo, su relación deuda/PIB se mantuvo alta, por encima del 100%, y como resultado sus costes financieros eran los más altos de la eurozona. Con el objetivo de reducir este problema, en enero de 2002, el gobierno griego entró en una permuta financiera de divisas (más conocido como «swap de divisas») con el banco de inversión Goldman Sachs, en el que canjeaba 10.000 millones de euros de su deuda pública por una cantidad equivalente en dólares y yenes.<sup>32</sup> Aunque esta operación resultaba inocua de cara al monto de la deuda soberana griega, tal y como se diseñó el acuerdo, Grecia recibió 1.000 millones de dólares menos de lo que le hubiera correspondido, porque en la permuta utilizó un tipo de cambio más desfavorable para el euro que el tipo de cambio de mercado de ese momento; esto implicaba que, al traducir los dólares entregados a euros al tipo de cambio de mercado, la deuda pública griega en euros resultaba ser más baja de lo que era.<sup>33</sup> Así pues, la relación deuda/PIB del 107% en 2001 pasó a ser del 104,9% en 2002 (mediante recompras de deuda).

Lo reseñado en el párrafo anterior sobre la permuta financiera de divisas con Goldman Sachs saltó a la luz pública a raíz de la crisis de la deuda soberana griega de 2010. De hecho, Eurostat había recriminado repetidamente al banco central griego, a la agencia de estadísticas y al Ministerio de Finanzas por no proporcionar información precisa sobre la deuda y el déficit del país, los cuales habían estado por encima de

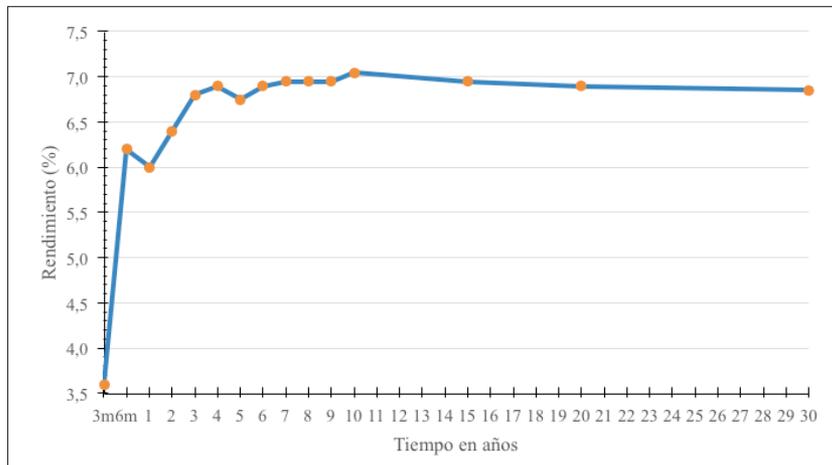
los límites de la eurozona durante varios años. En un informe emitido en enero de 2004, Eurostat destacó su propia incapacidad para hacer frente a la «información errónea deliberada y el fraude» por parte de los gobiernos, y dijo que, a pesar de varios años de esfuerzo, que dieron lugar a repetidas reformulaciones de los datos fiscales, todavía era incapaz de validar las cifras de déficit y deuda del gobierno griego.<sup>34</sup>

La estructura del estado griego fue determinante en los orígenes de la crisis. Los gobiernos griegos habían utilizado los flujos de fondos procedentes de los estados del norte de la UEM para financiar el consumo, en lugar de la inversión, a menudo con el objetivo de fortalecer el respaldo político del partido en el gobierno entre los empleados públicos y los pensionistas.<sup>35</sup> En octubre de 2009, el gobierno griego anunció que su déficit presupuestario iba a ser casi tres veces superior a lo previsto (más tarde se descubrió que había alcanzado el 15,6% del PIB) lo que desencadenó la crisis de confianza en su deuda pública y el comienzo de ventas masivas de bonos griegos en los mercados financieros.<sup>36</sup>

A finales de marzo de 2010 Grecia intentó captar en los mercados financieros 1.000 millones de euros, pero solo consiguió 390 millones. Necesitaba 11.000 millones para seguir funcionando en mayo, y además otros 8.500 millones para reembolsar una deuda el día 19 de ese mismo mes. Para empeorar las cosas 10.000 millones de euros (4,5% del total) habían salido del país en enero y febrero hacia Suiza, Reino Unido y Chipre huyendo del previsible aumento de impuestos destinados a pagar la deuda griega. La sangría continuó los dos meses siguientes cuando varios miles de millones de euros de los ahorradores salieron de los bancos griegos y entraron en los bancos Société Générale y HSBC.

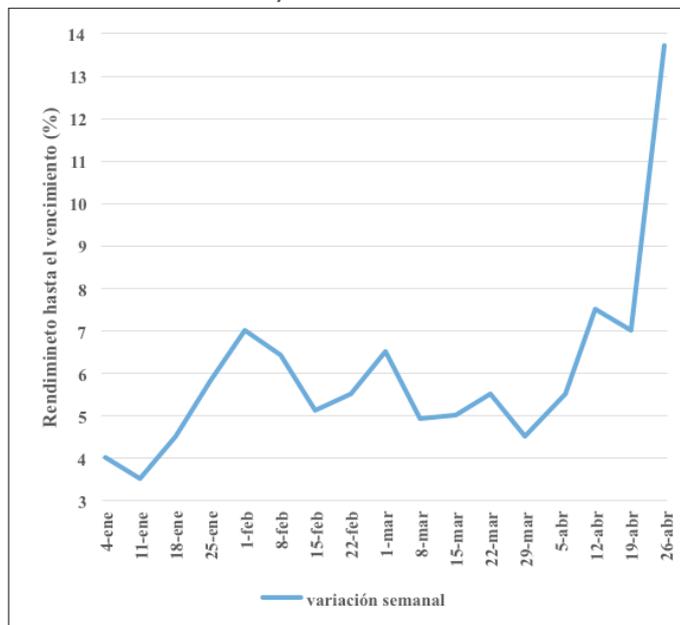
El 6 de abril, la curva de rendimientos de la deuda griega era la mostrada en la Figura 4.

Figura 4 Curva de rendimientos griega el 6 de abril de 2010



Fuente: Bloomberg

Figura 5. Evolución de la rentabilidad del bono griego a 10 años entre enero y abril de 2010



Fuente: MetaStock

Como se puede observar, la deuda a tres meses tenía una rentabilidad del 3,6% anual, la de seis meses de plazo un 6,2% anual, mientras que la de un año de plazo tenía un rendimiento del 6% anual. ¿Esto quería decir que el mercado financiero esperaba un impago y reestructuración de la deuda griega entre julio y septiembre de 2010? Tal vez por esto y porque el 13 de abril

Grecia solo consiguió obtener 1.560 millones de euros de los mercados financieros influyeron en que se viese obligada a solicitar, el 23 de ese mes, 45.000 millones de euros a la UE y al FMI.

El 26 de abril se dio una situación sorprendente: la rentabilidad del bono a 10 años era del 9,39% anual (véase la Figura 5), mientras que la

rentabilidad del bono griego a 2 años era del 13,07% anual.<sup>37</sup> Es decir, era mucho más arriesgada la deuda griega a un plazo corto (2 años) que a uno largo (10 años), algo totalmente inusual y que reflejaba el miedo del mercado a un impago. Según Carl Weinberg, esto estaba fundamentado por: a) solo hasta 2015 las autoridades griegas debían devolver 140.000 millones de euros de 33 emisiones de deuda del Estado; b) a esa deuda había que añadir otros 90.000 millones de euros en concepto de intereses.<sup>38</sup>

Al día siguiente, el 27 de abril, la agencia de calificación de riesgos Standard&Poor's (S&P) rebajaba la calificación crediticia de Grecia a BB+ (es decir, la calificaba como «no-inversión», y pasaba a formar parte de lo que se denomina peyorativamente «bono basura».<sup>39</sup> Hay que tener en cuenta que, en aquellos días, el BCE aceptaba como garantía la deuda soberana calificada como BBB —o superior por, al menos, una agencia de calificación y, además, los fondos soberanos solo invertían en deuda calificada como «inversión». Según esto, ni el BCE ni los fondos que invertían en deuda soberana querían comprar la deuda griega. El 28 de abril, el FMI dice que Grecia necesita 120.000 millones de euros para los próximos tres años y, por su parte, Alemania aumenta esa cifra hasta los 135.000 millones (en la línea de lo declarado por Weinberg unos días antes).

El 4 de mayo la UE y el FMI deciden apoyar a Grecia con 110.000 millones de euros (al 5% de interés anual) a cambio de unas medidas de contención del gasto público. Había que salvar a la banca germano-francesa y británica que estaba atrapada en Grecia así que el riesgo de impago se transfiere de los bancos a los estados de la UE y al FMI. Según el Banco de Pagos Internacionales (BIS), los estados más afectados, en ese momento, por el problema de la crisis de la deuda griega eran: Francia (75.700 millones de euros), Suiza (64.000 millones), Alemania (43.200 millones), Estados Unidos (16.400

millones), Reino Unido (12.300 millones), Países Bajos (11.800 millones), y el resto 79.400 millones de euros.

A comienzos de mayo, la UE y el FMI crearon un fondo de rescate (*bail out*) de 750.000 millones de euros. El 19 de mayo, Grecia usó 14.500 millones de ese fondo (de los 110.000 millones que se le asignaron) para hacer frente al servicio de su deuda: pago de intereses y devolución del principal. El 27 de mayo el gobierno griego eliminó dos tercios de los ayuntamientos del país, lo que representaba un ahorro anual de 1.185 millones de euros. Inmediatamente se plantearon serias dudas sobre si la ayuda prometida serviría para algo. Las medidas de contención del gasto amenazaban con hundir la economía griega, en cuyo caso Grecia no podría pagar la deuda contraída con la UE y el FMI. No en vano el país estalló con ocho huelgas generales a lo largo del año 2010.

El 21 de julio de 2011, a la vista de que la situación no mejoraba, el Eurogrupo aprueba un segundo programa de rescate de 130.000 millones de euros. Entre otras cosas, se reestructuró la deuda griega, alargando sus plazos y provocando pérdidas a sus tenedores del 53,5%. Y así se llegó al último trimestre de 2011, cuando comenzó a reescribirse el proyecto europeo: reglas presupuestarias estrictas inviolables, la supervisión bancaria ya no dependería de las autoridades nacionales, y el BCE se convertiría en el prestamista de última instancia de la eurozona.<sup>40</sup>

La propuesta del primer ministro griego Papandreu de realizar un referéndum nacional para la aprobación del programa de rescate de 172.000 millones de euros, en el fondo, era una pregunta a la ciudadanía sobre si permanecer o no en la UEM. Esto desató toda una crisis en la UE,<sup>41</sup> que acabó llevando a que la presión ejercida por las instituciones de la UE capitaneadas por el presidente francés Sarkozy y la canciller

alemana Angela Merkel provocase no solo la anulación del referéndum,<sup>42</sup> sino que Papan-dreu tuviera que dimitir. Esto llevó a unas elecciones que no aclararon nada y que hubo que repetir y mientras tanto la fuga de depósitos de los bancos griegos se hizo casi insostenible.<sup>43</sup> La situación de la economía griega era desesperada y se hablaba continuamente del *Grexit* como una posibilidad real que había que tener en cuenta (aunque en absoluto deseable).<sup>44</sup> Por ello, la UE y el FMI, desde que se inició el año 2012, decidieron crear un plan secreto, el Plan Z, para preparar dicho *Grexit*.<sup>45</sup>

La situación al final dependía de la postura alemana, que no era fácil, porque tanto «*Grexit* sí» como «*Grexit* no» tenían efectos indeseables. El primero desataría un efecto dominó sobre los estados del sur de la UEM, que podía acabar con su salida de ella; mientras que el segundo implicaba un riesgo moral (los gobiernos pensarían que si gastaban más de lo que debían siempre la UE acudiría al rescate). Al final se decidió ayudar a Grecia (sobre todo después de la reunión celebrada el 26 de julio entre el presidente de la Comisión Europea, Barroso, y el primer ministro griego Samaras). Se acordó un rescate revisado que rebajaría la tensión de la deuda griega y que tendría lugar cuando Grecia consiguiese un superávit presupuestario (previsto para 2013).

Pero, aunque la situación económico-política griega pareció mejorar, solo fue un espejismo. Como se puede observar en la figura 3 anterior, después de esta crisis surgió otra a lo largo de 2015 (aunque la prima de riesgo nunca superó el 12% anual). En ella, el primer ministro griego, Alexis Tsipras, aplicó un corralito bancario y otras medidas de control de capitales para evitar el pánico y la consecuente retirada masiva de depósitos. Más aún, convocó un referéndum el 5 de julio de 2015, cuyo resultado fue un rotundo rechazo popular a las condiciones del rescate propuesto por la Comisión

Europea, el FMI y el BCE. Inmediatamente el Gobierno griego solicitó el tercer rescate al Mecanismo Europeo de Estabilidad y presentó una propuesta de reformas tributarias y ajustes al gasto gubernamental, que fue aprobado el 11 de julio de 2015 en el parlamento helénico.

Un mes más tarde el gobierno griego y las instituciones acreedoras (FMI, Comisión Europea, BCE y Mecanismo de Estabilidad) alcanzaron un acuerdo técnico sobre el plan de rescate y el paquete de acciones que Grecia debería cumplir a cambio de recibir el primer desembolso. Hay que señalar que los préstamos ofrecidos a Grecia no bastaron para permitir ningún tipo de estímulo fiscal: el 90% se fue a pagar los intereses y el principal de los préstamos existentes.<sup>46</sup> No quedaba margen alguno para financiar la demanda agregada en un contexto de fuertes bajadas de los salarios y las prestaciones sociales. A medida que disminuía el producto interior bruto, la deuda griega como porcentaje del PIB se hacía cada vez mayor, reduciendo aún más la confianza en la economía. El 8 de diciembre de 2015 el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) aprobó el desembolso de 2.710 millones de euros para recapitalizar al Banco Nacional de Grecia; el MEDE anunció el 21 de junio de 2016 que había desembolsado 7.500 millones de euros en el tercer rescate griego. Aunque la situación seguía siendo muy preocupante poco a poco se fue reconduciendo y se alejó la posibilidad de un *Grexit* que, en algunos momentos, había sido considerado como muy posible. De hecho, la gran diferencia entre ambas crisis griegas es que la UE estaba mucho mejor preparada, desde el punto de vista institucional, para lidiar con la segunda gracias a las lecciones aprendidas en la primera.

### Los rescates de Irlanda y Portugal

Los otros dos estados que fueron rescatados por causa de la crisis financiera de 2008 fueron Irlanda y Portugal. Sin restarles importancia a

sus problemas económicos, sin embargo, estos no fueron tan críticos para la supervivencia de la UEM como fue el caso griego, ni las discusiones políticas entre los dirigentes de la UE y los de estos dos estados alcanzaron el grado de virulencia que el conflicto griego implicó.

### El caso irlandés

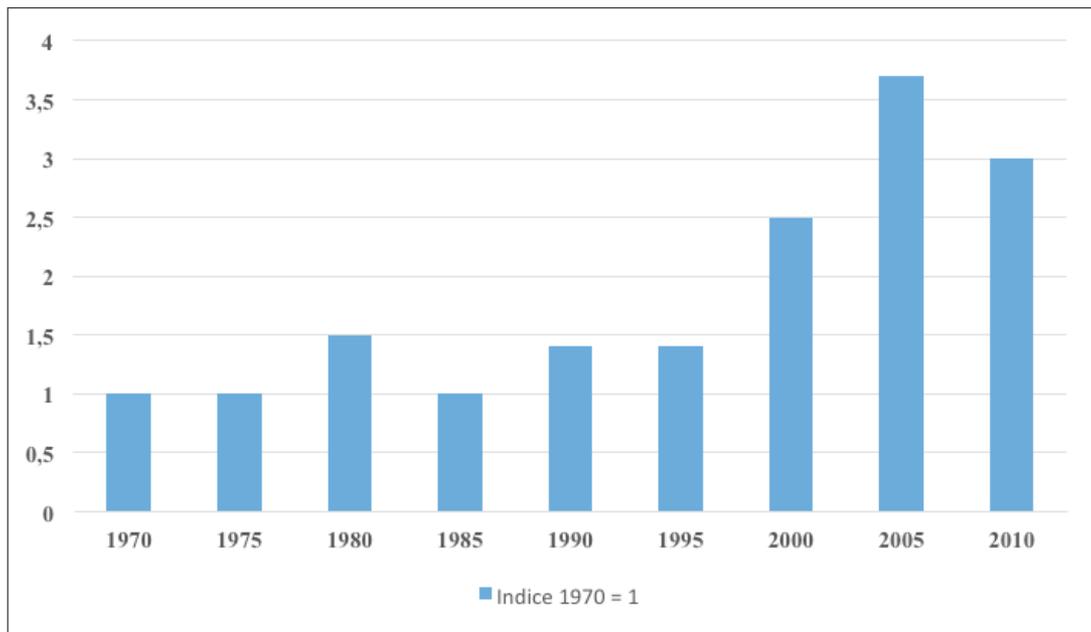
Irlanda, era conocida como el ‘tigre celta’ a finales del siglo XX, debido a su fuerte crecimiento económico asentado sobre las exportaciones basadas en acuerdos gobierno-empresarios-sindicatos, que lograron la moderación tanto salarial como de la inflación junto a un control del gasto público y de bajos impuestos corporativos (el tipo impositivo sobre el beneficio de las sociedades era del 12,5%), lo que atrajo capital extranjero y fomentó el empleo cualificado.<sup>47</sup> De esta manera Irlanda, que representaba solo el 1% de la población de Europa, logró atraer el 25% de toda la inversión totalmente nueva de los Estados Unidos a la

UE a principios de la década de 1990. Las multinacionales representaban el 70% de las exportaciones irlandesas.

Al iniciarse el siglo XXI se produce un cambio en la situación económica: el aumento de la renta per cápita unido a una fuerte reducción de los tipos de interés (por la entrada en el euro) facilitó el crecimiento de los préstamos hipotecarios destinados a la adquisición de inmuebles, lo que provocó un fuerte aumento de los precios de la vivienda.<sup>48</sup> Además, el bajo desempleo obligó a aumentar los salarios para atraer trabajadores, pero ello conllevó un aumento de la inflación, debilitando la competitividad.

El sector de la construcción, por tanto, se convirtió en el soporte económico de Irlanda lo que provocó una burbuja inmobiliaria.<sup>49</sup> La inversión en edificios pasó de representar el 5% de la producción en 1995 a más del 14% en 2008. En los años 2006 y 2007, la industria de la construcción contribuía con un 24% a los

Figura 6. Precios de los inmuebles nuevos en Irlanda (deflactados por el IPC)



Fuente: Honoham, 2009, p. 211

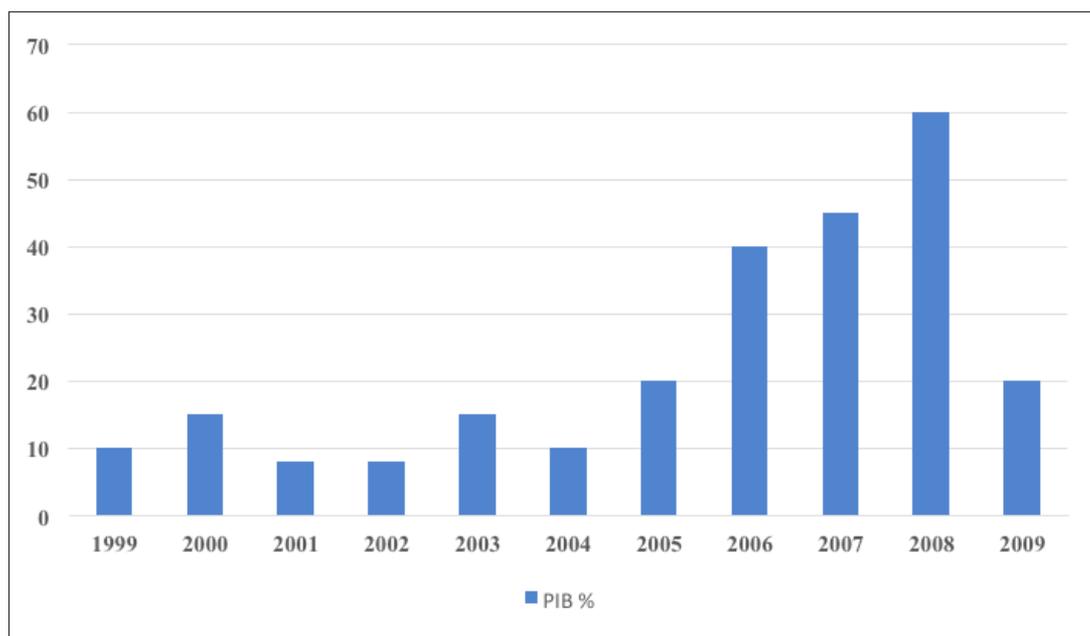
ingresos irlandeses (el doble que la media de Europa Occidental), representando (directa e indirectamente) el 19% del empleo (incluidos los altos niveles de mano de obra migrante) y el 18% de los ingresos fiscales. Los precios de la vivienda, que se cuadruplicaron entre 1996 y 2007, bajaron en un 43% desde sus niveles máximos e incluso más (un gran número de casas quedaron vacías); ello llevó a que los ingresos fiscales provenientes de la construcción cayeran fuertemente (ver Figura 6).<sup>50</sup>

Lo que estaba alimentando la burbuja de precios de la propiedad era un aumento masivo de la deuda de los hogares, que se disparó desde los 57.000 millones de euros en 2003 a los 157.000 millones de euros en 2008.<sup>51</sup> Los préstamos hipotecarios aumentaron de 44.000 millones de euros en 2003 a 128.000 millones de euros en 2008. Las instituciones financieras irlandesas aumentaron sus préstamos en un 466% entre 1998 y 2007, casi en su totalidad a los sectores inmobiliario y financiero,

dejando de lado a la economía genuinamente productiva (infraestructuras, transporte, salud, educación y telecomunicaciones). Y los propios bancos irlandeses estaban endeudándose para prestar a sus clientes: los seis principales bancos irlandeses pidieron prestados 15.000 millones de euros del extranjero en 2003, pero esta cifra había aumentado a 100.000 millones de euros para 2007 (ver Figura 7). Esto venía favorecido por la política de bajos tipos de interés del Banco Central Europeo (BCE) –2% en junio de 2003– y porque las autoridades irlandesas también contribuyeron a la burbuja inmobiliaria con una serie de incentivos fiscales para el desarrollo inmobiliario y, de hecho, se alentó la opinión de que todos, incluidos aquellos con mayor riesgo de desempleo en caso de recesión, deberían convertirse en propietarios.<sup>52</sup>

La ausencia de una unión bancaria que acompañara a la UEM implicaba la inexistencia de un supervisor único, lo que permitía que la supervisión y la regulación nacionales proce-

Figura 7. Endeudamiento neto de bancos irlandeses en el extranjero



Fuente: Honoham, 2009, p. 210

dieran sin la debida atención a su impacto en los bancos y países vecinos.<sup>53</sup> Eso sí, fuera de la UE también se daban las mismas circunstancias y sucedieron los mismos problemas, tal y como refleja el caso islandés.<sup>54</sup>

Cuando la crisis financiera golpeó a Irlanda, el acceso al crédito se esfumó, cayendo consecuentemente el valor de los activos, dejando a los bancos en una posición muy comprometida.<sup>55</sup> El gobierno irlandés optó por responder a la difícil situación de los bancos de una manera extraordinaria: el 30 de septiembre de 2008, todos los depositantes y altos tenedores de bonos (acreedores de los bancos irlandeses) estaban garantizados por el estado.<sup>56</sup> Como Eichengreen señala,<sup>57</sup> es importante destacar que esta decisión se toma exactamente dos semanas después de la quiebra del banco de inversión Lehmann Brothers en pleno colapso del mercado financiero internacional y que, además, ni la Comisión Europea ni el BCE tuvieron nada que ver con ella (ni siquiera se les consultó puesto que fueron informados de la decisión esa misma mañana del día 30). El coste total del rescate bancario se estimó en unos 70.000 millones de euros sin contar los «pasivos contingentes».

Un ejemplo de pasivo contingente surgió de que el estado irlandés creó una Agencia Nacional de Gestión de Activos (NAMA) para comprar algunos de los peores préstamos inmobiliarios con la esperanza de venderlos más tarde. Otro ejemplo de pasivo contingente era la asistencia crediticia a corto plazo del Banco Central de Irlanda a los bancos irlandeses (en parte para compensar una fuga de depósitos), que el estado garantizó y que parecía basarse en garantías inestables.

En noviembre de 2010, el gobierno de Irlanda, incluso después de proponer aumentos del impuesto sobre la renta y reducciones en los servicios públicos, se vio obligado a aceptar un

rescate del FMI y de la Unión Europea, que en conjunto otorgaron préstamos por un total de 67.500 millones de euros, lo que equivale al 40% de la economía de Irlanda. Por recomendación del FMI, los bancos se fusionaron y se redujo el personal, y con el tiempo los activos se alinearon más estrechamente con los depósitos.<sup>58</sup>

A diferencia del caso griego, Irlanda no experimentó una reacción generalizada contra las medidas de austeridad sugeridas por el FMI y el Banco Central Europeo.<sup>59</sup> A pesar de que el gasto de los hogares siguió disminuyendo, la confianza de los consumidores mejoró cuando el FMI informó que Irlanda había entrado en un período de modesta recuperación económica. Sin embargo, los mercados reaccionaron negativamente a finales de marzo de 2012, cuando el primer ministro Kenny anunció que sometería a votación popular el pacto recién forjado de la UE sobre disciplina fiscal. Los votantes aprobaron la medida por un cómodo margen el 31 de mayo de 2012. Los mercados financieros reaccionaron positivamente: el rendimiento de los bonos irlandeses a dos años cayó casi un punto porcentual completo el día en que se anunció el resultado.<sup>60</sup> Además, en julio de 2012 Irlanda recaudó 5.230 millones de euros en los mercados internacionales de bonos (era su primera salida al mercado financiero internacional desde septiembre de 2010).

### El caso portugués

El problema básico de la economía portuguesa se correspondía con una sobrevaloración sustancial del escudo en el momento de la creación del euro, con la consiguiente pérdida de competitividad de las exportaciones y un crecimiento excesivo de las importaciones, lo que llevó a un patrón repetitivo de déficit comerciales.<sup>61</sup> Simultáneamente, los déficits recurrentes acumulados en cuenta corriente produjeron una deuda externa creciente (so-

berana y privada). Portugal mantuvo un nivel de déficit consistentemente por encima del 3% del PIB, en todos los años, excepto en 2003, siguiendo un camino comparable al de España e Italia, al menos hasta 2008.

La pertenencia a la UEM permitió disponer de unos tipos de interés muy reducidos que crearon un incremento en las inversiones productivas y, por lo tanto, un aumento en la calidad «intrínseca» de los productos portugueses. Ese efecto, a su vez, mantenía viva la competitividad externa. Pero también fomentó una burbuja especulativa inmobiliaria (aunque no al nivel de España o Irlanda). El estímulo previsto para los sectores exportadores fue débil. En términos más generales, y asociado con la reducción de la inflación, los patrones de gasto cambiaron de tal manera que provocaron un endeudamiento creciente de todos los sectores de la economía (familias, empresas y estado).<sup>62</sup>

Por otro lado, la evolución de los costes laborales unitarios en Portugal no la hacía competitiva contra Alemania o China así que se centró en los sectores no expuestos a la competencia, que disfrutaban de un estatus cuasi monopólico (gas, petróleo, electricidad, agua, telecomunicaciones); como quiera que estos sectores tuvieron un ritmo continuado de aumento de sus precios superior a la media de la UE hasta 2008 se produjo una pérdida aún mayor de la competitividad.

Este pobre desempeño económico no pudo ser compensado por el Estado, dadas las restricciones de equilibrio presupuestario, características de la última década, y el propósito de «consolidación de las finanzas públicas» inducido por las reglas de la UEM, que buscaban evitar el crecimiento excesivo de los precios y del déficit público. Se asumió que el sector privado, y principalmente la inversión privada, sustituiría con ventaja lo que al Estado le estaba vedado hacer. Se suponía que sacar al Estado de la economía, o al menos evitar su supuesto

crecimiento desmedido, era fundamentalmente una buena opción. Lo que probablemente fue un acierto en el caso de los países del norte de Europa, fracasó en Portugal, porque la inversión estatal podría haber paliado en parte algunos de los problemas mencionados anteriormente.<sup>63</sup>

Cuando la crisis financiera saltó a la palestra, el sector financiero portugués no estaba muy expuesto a los activos tóxicos, de hecho, solo dos bancos menores (BPP, BPN) requirieron la intervención pública. El grave deterioro de los déficits fiscales, del 3,5% en 2008 a un máximo histórico del 10,1% en 2009, los insostenibles déficits por cuenta corriente (12,6% en 2008 y 10,9% en 2009) y el contagio de las crisis de deuda soberana de Grecia e Irlanda, con las correspondientes solicitudes de ayuda externa en mayo y noviembre de 2010, respectivamente, cambiaron el enfoque de la política macroeconómica del gobierno portugués.

En resumen, la combinación de la crisis financiera junto a la de la deuda soberana creó una fuerte contracción de la demanda, precedida por la caída de las exportaciones y de la inversión, y continuada por la restricción del crédito bancario y finalmente por la consolidación fiscal.<sup>64</sup> En general, Portugal se encontraba en 2013 en peor forma que en 2007. El desempleo era más alto y el crecimiento era negativo. El déficit fiscal era menor, pero la deuda pública era mucho mayor. La balanza por cuenta corriente estuvo más o menos equilibrada, pero esto reflejó en parte la reducción de las importaciones debida a la caída de la producción. Tanto la deuda de los hogares como la de las empresas seguían siendo elevadas.

El 17 de mayo de 2011, se firmó el acuerdo de apoyo financiero externo con la llamada «troika» (UE, BCE y FMI). Las medidas de austeridad fueron relativamente suaves.<sup>65</sup> Con una ayuda financiera de 78.000 millones de euros, el programa se centraba en los ambiciosos objetivos

de mejorar la competitividad y el crecimiento, restaurar la confianza y la sostenibilidad fiscal y salvaguardar la estabilidad financiera.<sup>66</sup> La agenda de reformas para mejorar el crecimiento tenía el tono habitual de aumentar la competencia, reducir los costes laborales y privatizar. La estabilidad financiera requería un aumento en la posición de capital de los bancos, una mejora de la liquidez del sistema bancario y fortalecer el marco regulatorio y de supervisión. La política fiscal, sin embargo, tuvo el impacto más relevante en las condiciones de vida de los ciudadanos portugueses: el ajuste fiscal para el período 2011-2013 implicaba una reducción del déficit del 3,2% del PIB (del 9,1% al 5,9%), seguido de recortes del 1,4% y del 1,5% del PIB, para cumplir con el requisito del Pacto de Estabilidad y Crecimiento del 3% en 2013. Que la situación distaba de estar controlada era testigo la prima de riesgo soberana medida por el diferencial entre el bono portugués a diez años y el *bund* alemán del mismo plazo (véase la figura 3 anterior), ella alcanzó su máximo en enero de 2012, 14,66%; sin embargo, a final del año estaba en 5,69% y seguiría descendiendo los cuatro años siguientes.

Los nuevos mecanismos monetarios surgidos a consecuencia de la crisis

Volviendo a recordar la frase de Jean Monnet sobre las crisis como motor de la unión de los estados europeos, la crisis económico-financiera del 2008 produjo un nuevo impulso a dicha unión, a través de la creación de una serie de mecanismos que obligaron a reformar las reglas y funcionamiento de la UEM y reforzar la gobernanza económica de la UE con objeto de mejorar la coordinación y supervisión de las políticas económicas, fiscales y presupuestarias de los estados miembros.

Así, en 2011 comenzó a funcionar el Semestre Europeo, cuyo objetivo es que los estados miembros discutan sus planes económicos y

presupuestarios a lo largo del año, ajustándolos a los objetivos y normas acordadas a nivel de la UE.<sup>67</sup> Se codifica a través de dos paquetes legislativos —denominados «six pack» y «two pack»—,<sup>68</sup> a los que ya hicimos referencia, cuyo fin es desarrollar la supervisión fiscal y evitar los desequilibrios macroeconómicos excesivos de los Estados miembros.

El 25 de marzo de 2011, el Consejo Europeo de la Eurozona acordó el Pacto por el Euro Plus, dirigido a reforzar el pilar económico de la UE y fomentar su competitividad. Los estados se comprometían a incorporar las normas presupuestarias del mismo en la legislación nacional con carácter constitucional o —al menos— una ley marco y debe afectar a todos los niveles territoriales.

El mismo 25 de marzo, el Consejo Europeo creó el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) —operativo desde octubre de 2012— que tiene como objetivo la asistencia financiera condicionada a los Estados miembros de la eurozona con graves problemas de financiación o de estabilidad financiera. En diciembre de 2014, se adoptó el instrumento de recapitalización directa del MEDE, que tiene carácter de instrumento de último recurso y su finalidad es recapitalizar a las entidades bancarias de la eurozona, que tuviesen problemas de carácter sistémico o de extrema necesidad, siempre que sean viables.<sup>69</sup> Posteriormente, en 2017 la Comisión propuso que el MEDE acabe transformándose en un Fondo Monetario Europeo.

En junio de 2012, el Consejo Europeo presentó el informe «Hacia una auténtica Unión Económica y Monetaria», en el que destacaba la necesidad de tres instrumentos para que la Unión Monetaria Europea avanzara, completando su arquitectura: la unión bancaria, la unión fiscal y una mayor coordinación de políticas económicas

La Unión Bancaria, que inició su elaboración en 2012 —y que entraría en vigor el 1 de enero

de 2014— incluía el Sistema Europeo de Garantía de Depósitos (SEGD), el Mecanismo Único de Supervisión (MUS), el Mecanismo Único de Resolución (MUR) —con un Fondo Único de Resolución— y el Mecanismo Común de Protección.

El 26 de julio de 2012, se produjo un hecho clave en la Europa del euro y del Banco Central Europeo, su presidente, Mario Draghi lanzó una de las frases más impactantes de los últimos tiempos «El BCE hará todo lo necesario para sostener al euro. Y, créanme, eso será suficiente».<sup>70</sup> Ello implicaba que el BCE había alcanzado su mayoría de edad y que iba a intervenir en los mercados con todo su potencial. La frase calmó inmediatamente a los mercados financieros.<sup>71</sup>

El 2 de diciembre de 2012, se firmó el Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza en la Unión Económica y Monetaria (TECG), que incorporaba el llamado «Pacto Presupuestario», que obligaba a los Estados firmantes a aprobar una regla de equilibrio presupuestario en función del ciclo.<sup>72</sup>

## Conclusiones

Cuando nació el euro en 1999, los estados europeos que lo adoptaron eran conscientes de que su construcción adolecía de varios defectos importantes desde el punto de vista económico. Pero había otras razones más allá de estas últimas que primaron a la hora de su nacimiento. A raíz de la crisis financiera de 2008 dichas debilidades salieron a la luz y las autoridades económicas y políticas de la Unión Europea tuvieron que ponerse a la tarea de enmendarlas en plena crisis de la deuda soberana de 2010, que a punto estuvo de destruir todo lo creado. Sin embargo, la forma de resolver los diversos problemas planteados y las instituciones creadas para ello, han permitido a la UE ser más rápida y eficiente en la forma de hacer frente a las crisis que llegarían más adelante.

## BIBLIOGRAFÍA

- BAUDINO, Patrizia; MURPHY, Diarmuid y SVORONOS, Jean-Philippe: «The banking crisis in Ireland». *FSI Crisis Management Series 2*. Bank for International Settlements. Octubre. 2020.
- BINI SMAGHI, L., «Whither Europe after the crisis?» Speech at the inauguration of the Academic Year 2011, IMT, Lucca, 11 de marzo de 2011.
- BLANCHARD, Olivier y PORTUGAL, Pedro: «Boom, Slump, Sudden Stops, Recovery, and Policy Options: Portugal and the Euro». Working Paper 17-8 *Peterson Institute for International Economics*. Washington. Julio. 2017.
- BOLTHO, Andrea y CARLIN, Wendy: «The Problems of European Monetary Union: Asymmetric Shocks or Asymmetric Behaviour?». *Voxeu.org*. 31 de marzo de 2012. Disponible en: <https://cepr.org/voxeu/columns/problems-european-monetary-union-asymmetric-shocks-or-asymmetric-behaviour>. Fecha de consulta: 15 de octubre de 2022.
- BRUENIG, Matt: «When McDonalds Came to Denmark». *People's Policy Project*. 21 de septiembre de 2021. Disponible en <https://www.peoplespolicyproject.org/2021/09/21/when-mcdonalds-came-to-denmark/>. Fecha de consulta: 15 de octubre de 2022.
- CALVO, José L.: «La Gran Recesión en Irlanda y España. Un análisis comparativo». *Revista Universitaria Europea* 25, julio-diciembre, 2016, pp. 59-88.
- CARLIN, W. y SOSKICE, D.: «German Economic Performance: Disentangling the Role of Supply-Side Reforms, Macroeconomic Policy and Coordinated Economy Institutions». *Socio-Economic Review* 7, 2009, pp. 69-99.
- CARRANCIO, Blanca y GONZÁLEZ, Sara: «Análisis de la actuación de la economía española ante la última crisis económica en comparación con Irlanda». *Revista Universitaria Europea* 26, enero-junio, 2017, pp. 149-178.
- De GRAUWE, Paul: «Flaws in the Design of the Eurosystem», *International Finance* 9 (1), 2006, pp. 137-144.
- DUMBAR, Nick: «Revealed: Goldman Sachs' mega-deal for Greece». *Risk magazine*. 1 de julio de 2003. Disponible en: <https://www.risk.net/derivatives/structured-products/1498135/revealed-goldman-sachs-mega-deal-greece>. Fecha de consulta: 15 de octubre de 2022.
- EICHENGREEN, Barry: «How the Euro Crisis Ends:

- Not with a Bang but a Whimper», *Journal of Policy Modeling* 37, 2015a, pp. 415-22.
- EICHENGREEN, Barry: «The Irish Crisis and the EU from a Distance». *FMI*. Enero. 2015b. Disponible en: [https://www.imf.org/external/np/seminars/eng/2014/ireland/pdf/Eichengreen\\_IrishCrisisEU.pdf](https://www.imf.org/external/np/seminars/eng/2014/ireland/pdf/Eichengreen_IrishCrisisEU.pdf). Fecha de consulta: 15 de octubre de 2022.
- FELDSTEIN, Martin: «EMU and International Conflict», *Foreign Affairs* 76 (6), 1997, pp. 60-73.
- FMI (2019): «Ireland: Recovery from Financial Crisis» IMF lending case study: Ireland. Mayo. Disponible en: <https://www.imf.org/en/Countries/IRL/ireland-lending-case-study>. Fecha de consulta: 15 de octubre de 2022.
- GONZÁLEZ, Sara y MASCAREÑAS, Juan: «Las consecuencias de la unificación monetaria europea: el euro y el nuevo sistema monetario internacional». En FORNER, Salvador (ed.): *España y Europa. A los 25 años de la adhesión*. Editorial Tirant lo Blanch, Valencia, 2012, pp. 163-186.
- GONZÁLEZ, Sara y FERRER, Covadonga: «La gobernanza económica de la Unión Europea y sus implicaciones jurídicas e institucionales: veinticinco años de adaptaciones». *Revista de Derecho Político*, 108, 2020, pp. 301-334.
- GRAÇA, JC ; LOPES, JC y MARQUES, R: «The European Sovereign Debt Crisis: the Portuguese Case». *Economic Sociology the European Electronic Newsletter*. Volume 12, 3, julio 2011, pp. 38-47.
- HALL, Peter: «La crisis del euro y el futuro de la integración europea». En BBVA: *La búsqueda de Europa: visiones en contraste*. BBVA OpenMind, 2015, pp. 46-67.
- HERNÁNDEZ DE COS, Pablo: «I. La Unión Monetaria: los riesgos de una obra en construcción». *Anuario del Euro 2018*, IEAF e ICO, 2019, pp. 45-64.
- HOERNIG, Steffen: «Portugal: Political repercussions of the financial rescue plan», *Intereconomics*, Springer, Heidelberg, Vol. 48, 4, pp. 194-195.
- HONOHAN, P.: «Resolving Ireland's Banking Crisis», *The Economic and Social Review*, vol. 40, 2, verano, 2009, pp. 207-231.
- HOWARTH, David y VERDUN, Amy: «Economic and Monetary Union at twenty: a stocktaking of a tumultuous second decade: introduction». *Journal of European Integration* 42, 3, 2020, pp. 287-293.
- MARTÍNEZ, Fernando: «El principio de independencia en la estructura del Banco Central Europeo». *Revista Universitaria Europea*, 29, 2018, pp. 133-154.
- MITSOPOULOS, M. y PELAGIDIS, T.: *Understanding the Crisis in Greece*. Palgrave Macmillan, Houndmills. 2012.
- MONNET, Jean. *Memorias*. Siglo XXI de España Editores. Madrid. 1985.
- PODADERA, Pablo: «Nuevos recursos para financiar la Unión Europea. Una cuestión de nueva ingeniería presupuestaria». *Revista Universitaria Europea* 15, julio-diciembre, 2011, pp. 51-74.
- SALINES, Marion ; GLÖCKER, Gabriel ; TRUCHLEWSKI, Zbigniew y del FAVERO, Paola: «Beyond the economics of the euro analysing the institutional evolution of EMU 1999-2010». *Occasional Paper Series* 127, sept 2011, Banco Central Europeo. Disponible en: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbocp127.pdf>. Fecha de consulta: 15 de octubre de 2022.
- SAWYER, Malcolm: «The Economic and Monetary Union: Past and Present Failures and some Future Possibilities». *World Economic Review* 6, 2016, pp. 31-43.
- SONDERMANN, David (ed.): «Economic structures 20 years into the euro» Occasional Papers Series 224. *European Central Bank*. Junio. 2019. Disponible en: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecb.op224~2349417aaa.en.pdf>. Fecha de consulta: 15 de octubre de 2022.
- SPIEGEL, Peter: «'It was the point where the eurozone could have exploded'». *Financial Times*. 11 de mayo de 2014<sup>a</sup>. Disponible en: <https://www.ft.com/content/f6f4d6b4-ca2e-11e3-ac05-00144feabdc0>. Fecha de consulta: 15 de octubre de 2022.
- SPIEGEL, Peter: «Inside Europe's Plan Z». *Financial Times*. 14 mayo 2014<sup>b</sup>. Disponible en: <https://www.ft.com/content/0ac1306e-d508-11e3-9187-00144feabdc0>. Fecha de consulta: 15 de octubre de 2022.
- STOREY, Andy: «Ireland's Debt Crisis: Roots and Reactions». *Irish Left Review*. 29 diciembre de 2011. Disponible en: <https://www.tni.org/my/node/14486> Fecha de consulta: 15 de octubre de 2022.
- WOOD, Duncan y CAMPBELL, Alexander: «Greek woes revive seven-year old Goldman swap story». *Risk magazine*. 12 de febrero de 2010. Disponible en: <https://www.risk.net/derivatives/currency-derivatives/1591633/greek-woes-revive-seven-year-old-goldman-swap-story> Fecha de consulta: 15 de octubre de 2022.

## NOTAS

- <sup>1</sup> Sawyer, 2016, p. 31.
- <sup>2</sup> Está previsto que Croacia se integre en la UEM en 2023.
- <sup>3</sup> <https://www.ecb.europa.eu/ecb/history/emu/html/index.es.html>.
- <sup>4</sup> Sobre el contexto económico de la reunificación alemana, véase González y Mascareñas (2012).
- <sup>5</sup> Hall 2015, p. 50.
- <sup>6</sup> Como, por ejemplo, Feldstein (1997), poco convencido del proyecto pensaba que los defectos de diseño eventualmente conducirían a su colapso. Véase, también, De Grauwe (2006) o Sawyer (2016).
- <sup>7</sup> Véase Martínez (2018, 143-144).
- <sup>8</sup> Alemania, Bélgica, Austria, Finlandia y los Países Bajos. Hall 2015, p. 52.
- <sup>9</sup> España, Portugal, Grecia e Italia.
- <sup>10</sup> Hall 2015, p. 54.
- <sup>11</sup> Howarth y Verdun, 2020, 288.
- <sup>12</sup> Monnet, 1985.
- <sup>13</sup> Hernández de Cos, 2019, p. 46.
- <sup>14</sup> Hernández de Cos, 2019, p. 47.
- <sup>15</sup> La crisis comenzó realmente en julio de 2007 en los Estados Unidos, cuando quiebra el fondo especializado en deuda hipotecaria *subprime* New Century Financial. Ese mismo mes, el banco francés BNP Paribas suspende tres fondos que invertían en el mercado hipotecario estadounidense por falta de liquidez. Un mes más tarde se produce la quiebra del banco Northern Rock en el Reino Unido. Pero normalmente se usa el año 2008 como el de la crisis, sin duda por el gran impacto que tuvo en el mercado financiero internacional la quiebra del banco de inversión Lehman Brothers, el 15 de septiembre de 2008.
- <sup>16</sup> El conocido como *six pack* de la eurozona se refiere a una serie de seis normativas y directrices que afectan a la política fiscal (cuatro) y a los desequilibrios económicos (dos). El *two pack*, introdujo una coordinación y supervisión adicionales de los procesos presupuestarios para todos los miembros de la eurozona.
- <sup>17</sup> Hernández de Cos, 2019, p. 49.
- <sup>18</sup> Véase, Podadera, (2011).
- <sup>19</sup> Hernández de Cos, 2019, p. 51.
- <sup>20</sup> El caso griego en 2011 fue un ejemplo de ello al impagar parte de la deuda soberana, lo que obligó a la ISDA (*International Swaps and Derivatives Association*) a activar los seguros por impago de su deuda —conocidos por sus siglas en inglés CDS— en los primeros días de marzo de 2012.
- <sup>21</sup> Hernández de Cos, 2019, p. 53.
- <sup>22</sup> Carlin y Soskice, 2009. Véase, por ejemplo, el choque de la cadena de hamburguesas McDonalds con los sindicatos el año de su apertura en Dinamarca (1981). La lucha terminó en 1989 cuando la multinacional cedió —después de un fuerte *boycott* de gran parte de la sociedad danesa— y se adhirió al acuerdo de hoteles y restaurantes, que la obligaba a pagar salarios más altos de los que unilateralmente pagaba. Otro caso similar es el de Finlandia, en 2019 cuando el servicio postal estatal decidió recortar el salario de 700 manipuladores de paquetes trasladándolos a un acuerdo sectorial diferente al que se les pagaba en ese momento. Los sindicatos respondieron con la huelga de líneas aéreas, transbordadores, autobuses, trenes y puertos. A raíz de estas huelgas, se revirtieron los recortes salariales y el primer ministro del país renunció. Bruenig, 2021.
- <sup>23</sup> Por ejemplo, en el caso español, no era extraño que la banca de inversión en aquellos años tuviese mandatos en el sentido de que dichas filiales extranjeras adquiriesen a las compañías matrices españolas como forma de hacerlas residentes en otros estados con financiación disponible, y de esta manera asegurar la supervivencia de la empresa.
- <sup>24</sup> Ver Sondermann (2019, 70).
- <sup>25</sup> Salines y otros, 2011, 21.
- <sup>26</sup> Bini Smaghi, 2011.
- <sup>27</sup> En esas fechas se crearon dos nuevos instrumentos de gestión de crisis: el Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera (EFSM) y el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (EFSF). Estos dos mecanismos, que no violaban la cláusula de «no rescate», sí que permitían otorgar préstamos bajo estrictas condiciones.
- <sup>28</sup> Salines y otros, 2011, 22.
- <sup>29</sup> Hall, 2015, 57.
- <sup>30</sup> Eichengreen, 2015<sup>a</sup>.
- <sup>31</sup> Hall, 2015, 59.
- <sup>32</sup> Más sobre esta operación, puede verse en Dumbar (2003). Donde también se puede ver que Italia había realizado una operación similar con el banco de inversión JP Morgan en 2001.
- <sup>33</sup> Goldman Sachs había prestado a Grecia 1.000 millones de dólares que se reembolsarían en el transcurso de la permuta, bien en forma de cupones superiores a lo habitual, o bien en un pago global al vencimiento. En cualquier caso, el préstamo no se

- contabilizaría para la deuda pública total. A partir de marzo de 2008, la deuda canjeada a otra moneda utilizando un tipo de cambio fuera de mercado se ha considerado –para la oficina europea de estadística o Eurostat– como dos componentes: una permuta a precios de mercado y un préstamo de la contraparte de la permuta, este último incluido en la deuda pública. Wood y Campbell, 2010.
- <sup>34</sup> Wood y Campbell, 2010.
- <sup>35</sup> Mitsopoulos y Pelagidis, 2012.
- <sup>36</sup> Hall, 2015, p. 55.
- <sup>37</sup> Obsérvese que en solo 20 días la rentabilidad del bono griego a dos años había pasado del 6,40% anual hasta el 13,07% anual.
- <sup>38</sup> Welt am Sonntag citando al economista estadounidense Carl Weinberg (25 de abril de 2010) (<https://www.economista.es/economia/noticias/2088063/04/10/3/El-agujero-griego-podria-ser-mucho-mayor-de-lo-calculado-hasta-ahora.html>). Fecha de consulta: 15 de octubre de 2022).
- <sup>39</sup> La deuda calificada por debajo de BBB- (BB, B, CCC, etc.) se denomina «no inversión».
- <sup>40</sup> Spiegel, 2014<sup>a</sup>.
- <sup>41</sup> El miedo era que Italia se contagiase –su deuda pública era de 2 billones de euros– porque ni la UE ni el FMI conjuntamente tenían capacidad financiera para salvarla. Por otra parte, el rendimiento del bono griego a diez años ascendió hasta un valor del 37,5% anual a finales del año 2011.
- <sup>42</sup> Aprovechando la reunión del G20 en Cannes, un día antes –el miércoles 2 de noviembre de 2011– se invitó a Papandreu a una reunión con los mandatarios de la UE y del FMI: Jean-Claude Juncker (presidente del Eurogrupo), Christine Lagarde (directora gerente del FMI) y los dos presidentes de la UE, José Manuel Barroso y Herman Van Rompuy. En la reunión estaban el organizador –Sarkozy– y Angela Merkel. Véase Spiegel (2014a) para una descripción de lo que ocurrió en la reunión.
- <sup>43</sup> Por ejemplo, el 15 de junio de 2012 se retiraron 3.000 millones de euros de los bancos (el 1,5% de toda la producción del país) Spiegel, 2014b.
- <sup>44</sup> El 15 de diciembre de 2011, la prima de riesgo de la deuda griega, es decir, el diferencial entre el bono a diez años griego y el equivalente alemán, alcanzó el récord de 34,07% (el *bund* alemán pagaba un rendimiento del 1,94% anual, el griego del 36,01% anual).
- <sup>45</sup> El equipo encargado del Plan Z eran cuatro personas: Jörg Asmussen (BCE), Marco Buti (Comisión Europea), Thomas Wieser (Euroworking group) y Poul Thomsen (FMI). Spiegel, 2014b.
- <sup>46</sup> Hall 2015, 58.
- <sup>47</sup> Calvo, 2016, p. 63.
- <sup>48</sup> Como se puede ver en Carrancio y González, 2017 p.171, los tipos de interés reales habían sido negativos entre 2000 y 2005 y posteriormente a partir de 2011.
- <sup>49</sup> Calvo, 2016, p. 64.
- <sup>50</sup> Storey, 2011.
- <sup>51</sup> Es decir, la deuda crecía a razón de un 22,46% anual medio.
- <sup>52</sup> Eichengreen, 2015b.
- <sup>53</sup> Los bancos estaban dirigidos por una nueva generación de funcionarios que poseían poca experiencia práctica en gestión de riesgos. Los controles internos y la rendición de cuentas eran laxos. En ocasiones, los préstamos no estaban respaldados por flujo de efectivo o garantías, sino por simples garantías personales, e incluso cuando se proporcionaba una garantía, su valoración podía ser un problema. Eichengreen, 2015b
- <sup>54</sup> Eichengreen 2015b.
- <sup>55</sup> Con objeto de obtener liquidez lo más rápidamente posible los bancos y otras empresas endeudadas procedieron a vender los activos que poseían (acciones, bonos, inmuebles, etc.) con lo que la caída de su valor estaba garantizada. Si, además, esos activos servían de garantía a los préstamos contraídos no hace falta tener mucha imaginación para ver que las pérdidas del sistema financiero iban a ser muy grandes.
- <sup>56</sup> Como dijo el escritor Conor McCabe, «el pueblo irlandés se despertó para descubrir que... el gobierno había puesto todo el Estado irlandés como garantía para las aplastantes responsabilidades de seis bancos privados». (Storey, 2011)
- <sup>57</sup> Eichengreen, 2015b.
- <sup>58</sup> Véanse, por ejemplo: FMI 82019) o Baudino y otros (2020, 2).
- <sup>59</sup> Pero sí una fuerte convulsión política al tener que convocar elecciones y ganarla por mayoría absoluta el partido de la oposición: el Fine Gael.
- <sup>60</sup> Es decir, la prima de riesgo descendió en 1% y el precio de los bonos a diez años ascendió; así que comprar deuda irlandesa empezaba a ser atractivo. Obsérvese en la figura 3 como la prima de riesgo irlandesa más alta corresponde al 15 de julio de 2011 con un valor de 11,57%, en la fecha del

referéndum ya había descendido –a pesar de los sobresaltos– a un valor del 6,23%.

- <sup>61</sup> Graça, Lopes y Marques, 2011, 38.  
<sup>62</sup> Graça, Lopes y Marques, 2011, 39.  
<sup>63</sup> Graça, Lopes y Marques, 2011, 40.  
<sup>64</sup> Blanchard y Portugal, 2017, 1.  
<sup>65</sup> Un aumento del IVA del 21 al 23%, y otras medidas que afectaron principalmente a los funcionarios y pensionistas: reducción de los salarios públicos nominales entre el 3,5 y el 10% para los salarios superiores a 1.500 euros mensuales, con un ahorro previsto del 5% en la masa salarial global y la congelación de todas las pensiones públicas y salarios inferiores a 1.500 euros. Véase también Hoernig, 2013, 194.  
<sup>66</sup> Graça, Lopes y Marques, 2011, p. 42.  
<sup>67</sup> En la web de la Comisión se muestra un esquema de la línea temporal del Semestre Europeo: [https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/2018-european-semester-timeline\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/2018-european-semester-timeline_en.pdf).  
<sup>68</sup> El «six-pack» incluye la reforma del Pacto de Esta-

bilidad y Crecimiento (PEC) y la Directiva 2011/85 de marcos presupuestarios nacionales acabarían conformando el Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza en la UE (TECG). El «two-pack» está en vigor desde mayo de 2013, pretende reforzar la supervisión presupuestaria en la zona.

- <sup>69</sup> González y Ferrer, 2021.  
<sup>70</sup> ‘The ECB will do whatever it takes to support the euro. And believe me, that will be enough’.  
<sup>71</sup> Por ejemplo, la bolsa española cerró ese día con una subida del 6% y la prima de riesgo cayó 50 puntos básicos de inmediato.  
<sup>72</sup> Un límite inferior para el déficit estructural del 0,5% del Producto Interior Bruto (PIB) que puede ser el 1% del PIB para los Estados miembros con un nivel de endeudamiento inferior al 60% del PIB. Si la deuda pública supera el límite anterior se deberá reducir anualmente en una vigésima parte. El Estado incumplidor podrá ser denunciado por otro Estado ante el TJUE y –si no se ejecuta la sentencia– podrá tener una multa del 0,1% PIB.



Firma del Tratado

# TRANSICIÓN Y DEMOCRACIA EN ESPAÑA

Ciudadanía, opinión pública  
y movilización social en el  
cambio de régimen

MARIE-CLAUDE CHAPUT  
Y JULIO PÉREZ SERRANO (EDS.)

Logos: Colegio de España, HA, GEHA, UCA, and others.

## LA TRANSICIÓN ESPAÑOLA:

↑

## NUEVAS PERSPECTIVAS

8 de junio de 2009  
París, Colegio de España

