

Resumen

Trilema (también llamado «trinidad imposible»): elección entre tres opciones favorables, siendo solo dos posibles simultáneamente. El euro nació como resultado de la elección política dentro del «trilema macroeconómico»: no es posible mantener monedas diferentes —gestionadas por políticas nacionales independientes— si la libertad de movimientos de capital es un imperativo y los tipos de cambio entre esas monedas deben ser fijos. El ambiente *panglossiano* en el que los padres fundadores diseñaron el euro escondió la existencia de otros dos trilemas, que la crisis de deuda soberana habría de hacer patentes a partir de 2010: el «trilema financiero», que señala la inconsistencia de las políticas financieras nacionales (regulación y supervisión financieras) con la integración y la estabilidad financieras en la eurozona, y el «trilema político», que recuerda la imposibilidad de mantener políticas impositivas y presupuestarias puramente nacionales si una unión monetaria y bancaria genuina debe tener legitimidad democrática. Los políticos europeos reconocieron las implicaciones del trilema financiero solo después de junio de 2012. El consenso sobre la forma específica de abordar el trilema político está todavía forjándose.

Palabras clave: trilema macroeconómico, integración, estabilidad financiera, crisis de deuda soberana.

Abstract

Trilemma (aka «impossible trinity»): choice among three favourable options, only two are possible at the same time. The euro was born as the outcome of the well-known «macroeconomic trilemma»: different currencies —managed by independent national policy-makers— are inconsistent with free capital mobility and fixed exchange rates among those currencies. The *panglossian* environment in which the founding fathers designed the euro hid two other trilemmas that the sovereign debt crisis would unavoidably bring into the open in 2010: the «financial trilemma», which makes national financial policies (financial regulation and supervision) inconsistent with euroarea wide financial integration and financial stability, and the «political trilemma», which makes national fiscal policies inconsistent with the requirements of democratic legitimacy in a well-functioning banking union. European politicians acknowledged the implications of the financial trilemma only after June 2012. Consensus on the concrete way to deal with the political trilemma is still in the making.

Key words: macroeconomic trilemma, integration, financial stability, sovereign debt crisis.

JEL classification: E50, E58, E63.

ESTABILIDAD, INTEGRACIÓN Y CRISIS DE LA DEUDA SOBERANA: LA HISTORIA DEL EURO EN TRES TRILEMAS

José M. GONZÁLEZ-PÁRAMO

BBVA e IESE

María José ÁLVAREZ GIL

UC3M

I. DEL TRILEMA MACROECONÓMICO AL TRILEMA FINANCIERO: LA CRISIS DE LA DEUDA SOBERANA

EL euro es, en su origen, un proyecto esencialmente político. Representa la coronación de las aspiraciones de paz de mediados del siglo xx, a la vez que el heraldo de una Europa (más) unida y con peso relevante en el nuevo concierto geoestratégico que se vislumbra a comienzos del xxi. Con todo, la economía permite analizar algunas de las restricciones a las que un proceso de integración se enfrenta. Hay dos enfoques de economía internacional, independientes aunque relacionados, que ayudan a entender las alternativas e implicaciones asociadas a la creación de una moneda única: de un lado, el llamado «trilema macroeconómico», alumbrado hace más de medio siglo y, de otro, la doctrina de las zonas monetarias óptimas (1).

De acuerdo con el trilema macroeconómico, solo dos de los siguientes tres objetivos deseables son mutuamente compatibles: libre movilidad de capitales, estabilidad cambiaria e independencia de las políticas monetarias nacionales. Las dos décadas de vida del Sistema Monetario Europeo hicieron patentes la dificultad de

asegurar la estabilidad de los tipos de cambio y los perjuicios que la inestabilidad cambiaria produce a los intercambios comerciales. La plena realización del mercado interior de bienes, servicios, personas y capitales requería, a la vez, estabilidad cambiaria y libertad de movimientos de capital. Como consecuencia lógica, no es posible mantener políticas monetarias independientes. El trilema macroeconómico nos explica la unión monetaria como complemento del mercado interior. La doctrina de las zonas monetarias óptimas estudia las condiciones bajo las cuales una unión monetaria produce los mejores resultados y, por implicación, en qué escenarios una unión monetaria puede ser inestable. Entre estos criterios se cuentan la flexibilidad de precios y salarios, la movilidad de trabajo y capital, la integración de los mercados financieros, la apertura al exterior, la diversificación en la producción y el consumo, la similitud de tasas de inflación, la integración fiscal y, prerequisite de esta, la integración política.

Los padres fundadores del euro no eran ilusos: nadie llegó nunca a engañarse pensando que los países candidatos a integrarse en el euro formaban un área monetaria óptima. Sin embargo, en su mayoría consideraban que el euro podría ser una

«zona monetaria razonable» si los países se comprometían a adoptar políticas para aumentar la flexibilidad de precios y salarios, la movilidad de factores de producción y la integración financiera, así como reglas de disciplina presupuestaria que garantizaran a los Estados solvencia y margen de actuación para la política fiscal. La propia introducción del euro sería un elemento que catalizaría estos procesos.

Así inicia su existencia el euro 1.0, reflejo de una visión infundadamente optimista de nuestra moneda única que la crisis de la deuda soberana ha demostrado inviable. Esta versión de la unión monetaria constaba de cuatro elementos: 1) moneda única; 2) cierto grado de coordinación presupuestaria, para prevenir y corregir desequilibrios en las cuentas públicas (Pacto de Estabilidad y Crecimiento); 3) ausencia de coordinación en el ámbito de las políticas económicas con impacto sobre la competitividad y los desequilibrios del sector privado (por ejemplo, endeudamiento interno y externo); y 4) confianza ingenua en el mercado y las agencias de calificación como elementos complementarios de la disciplina fiscal.

Hoy sabemos, tras los duros años 2010 a 2012, que el euro 1.0 no estaba diseñado para soportar crisis significativas, porque —de forma inadvertida o no— nuestros políticos habían pactado una moneda única sin elementos de aseguramiento. Y de esta manera, a falta de unión fiscal o de una auténtica integración financiera, solo podrían sobrevivir con éxito a una crisis profunda aquellos países que, por convicción o por tradición, hubiesen logrado mantener bajo control sus desequilibrios financieros públicos y, sobre todo, pri-

vados. Así ha llegado a nosotros la crisis de la deuda soberana, que no es otra cosa que el «bucle diabólico» entre la salud financiera de los Estados y el destino de los bancos situados en su territorio. Así, los excesos de parte del sistema bancario (esencialmente las cajas de ahorros) trajeron consigo brutales aumentos en la prima de riesgo en España, pese a que la situación de las cuentas públicas era aparentemente buena, y viceversa, los excesos del endeudamiento público dañaron la salud de sistemas bancarios inicialmente solventes, como es el caso de Grecia.

La crisis de la deuda soberana ha puesto de manifiesto que, pese al notable avance de la integración de los mercados financieros mayoristas que se produjo con la creación del euro, apenas hubo progresos sustanciales en el segmento del sistema financiero más importante para una unión monetaria: el sistema bancario. Si el dinero bancario no es fungible —lo que ocurre cuando el valor de los depósitos no depende solo del perfil de riesgo de las entidades bancarias, sino además del Estado de residencia de los bancos—, la unión monetaria no es tal. En otras palabras, si la probabilidad de recuperar un depósito o el principal de un bono bancario depende de la salud financiera del Estado en el que el banco está domiciliado, la unión monetaria no es genuina.

Y esta constatación nos ha abierto los ojos a un segundo trilema, que se esconde tras el trilema macroeconómico y condiciona su viabilidad: el que podríamos llamar «trilema financiero». De acuerdo con este trilema, solo dos de los siguientes tres objetivos deseables son mutuamente compatibles: integración financiera, estabilidad financiera y

mantenimiento de las políticas bancarias y financieras nacionales (2). Con una integración financiera creciente, las políticas nacionales de regulación y supervisión crean externalidades sobre otros países, pues no tienen en cuenta más que los efectos de las medidas en el ámbito nacional. Y así, a falta de una autoridad macroprudencial con jurisdicción sobre todos los países y criterios armonizados de regulación y supervisión microprudencial, se infraproduce el bien público al que llamamos «estabilidad financiera». El trilema financiero contiene varias lecciones, que desarrollaremos brevemente en el resto del artículo. Primera, la integración financiera crea y refuerza el vínculo bancos-soberano cuando la regulación y la supervisión, así como la responsabilidad en materia presupuestaria, son nacionales. Segunda, la propia integración financiera y la relación bancos-soberano a nivel nacional y no paneuropeo produce inestabilidad financiera a través del contagio. Y tercera, en un marco de fragmentación financiera, la política monetaria común deja de ser única y, por tanto, funcional, con lo que buena parte de los beneficios del euro se diluyen. Como implicación, una moneda única solo puede servir a la estabilidad macroeconómica y financiera si las políticas financieras nacionales son reemplazadas por políticas financieras y bancarias comunes.

II. EXCESOS FINANCIEROS, DESEQUILIBRIOS FISCALES Y GOBERNANZA DEL EURO

Las tensiones en los mercados financieros mundiales, relacionadas principalmente con el deterioro de las condiciones de liquidez en ciertos segmentos de la

renta fija estadounidense, surgieron en agosto de 2007. En aquel momento, los bancos centrales de todo el mundo —con el BCE a la cabeza— intervinieron inyectando liquidez en abundancia a sus respectivos sistemas bancarios. Pocos habrían podido imaginar entonces que, más de un lustro después, muchos bancos centrales continuarían estando muy comprometidos en la intermediación financiera, y que en la Europa del euro la crisis se habría extendido desde la periferia del sistema financiero hasta su núcleo, y desde mercados y bancos hasta los emisores soberanos. ¿Cómo hemos llegado a la situación en la que nos encontramos hoy? Las raíces de la crisis son complejas y ya han sido debatidas extensamente (3), de modo que nos limitaremos aquí a destacar dos factores clave.

Un primer factor clave vino dado por los excesos financieros de la banca cometidos antes de la crisis en un contexto en el que el marco macroprudencial existente era muy débil. Los problemas de excesiva asunción de riesgos por las instituciones financieras de todo el mundo (apalancadas mediante operaciones fuera de balance) se amplificaron por los cambios estructurales ocurridos en el sistema bancario en los años noventa. El peso cada vez mayor de la financiación mayorista de la banca en detrimento de la financiación más tradicional, basada en los depósitos minoristas de los clientes, aumentó la dependencia de las entidades de crédito con respecto a los factores de liquidez globales (4). La mayor dependencia del modelo «originar para distribuir» (5) (por el que se emiten préstamos que luego se empaquetan para transferir el riesgo a terceros) contribuyó con el tiempo a una progresiva infravaloración de los riesgos.

Ni los reguladores ni los supervisores fueron lo suficientemente conscientes de los riesgos que subyacían en esos cambios. Había una presunción generalizada de que la innovación financiera conducía a una mejor distribución del riesgo entre los participantes en los mercados financieros y a la dispersión del riesgo más que a su concentración. Sin embargo, las grandes perturbaciones económicas y financieras que siguieron a la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008 demostraron que el sistema financiero mundial estaba interconectado de manera compleja e inesperada.

Además de las medidas de apoyo adoptadas por los bancos centrales, las autoridades fiscales también tomaron medidas para mitigar la repercusión de la quiebra de Lehman Brothers en el sistema financiero y en la economía real. Los gobiernos de la zona del euro adoptaron medidas discretivas de estímulo fiscal para apoyar la actividad económica, así como diversas decisiones dirigidas a reanimar a segmentos del mercado financiero o del sistema bancario en dificultades, tales como el uso de avales públicos o la inyección directa de fondos públicos en instituciones financieras.

Unidas a la reducción automática de los ingresos públicos, causada por una menor actividad económica, estas medidas supusieron una pesada carga para las cuentas públicas. Mientras que algunos países pudieron afrontar mejor esta carga, al partir de posiciones fiscales relativamente sólidas, otros estaban mal preparados para ello, bien fuese por la fragilidad de su propia situación, bien porque sus vulnerabilidades estructurales y financieras iban a agravar con el tiempo una posi-

ción presupuestaria que en principio parecía ser sólida. En este contexto, la crisis agudizó las vulnerabilidades preexistentes, hasta el punto de cuestionarse la solvencia de algunos emisores soberanos europeos. Entre estas vulnerabilidades destacaremos las dos siguientes:

1) Las políticas fiscales en los tiempos de bonanza previos a la crisis fueron netamente procíclicas en algunos casos, mientras que, en otros, generaron un ahorro público que era del todo insuficiente para hacer frente a futuros tiempos difíciles. Esto condicionó la capacidad de respuesta de los poderes públicos cuando llegó la crisis.

2) La crisis puso de manifiesto además graves deficiencias en el gobierno económico y financiero de la UE en general y de la unión monetaria en particular. No se puso freno a políticas nacionales insostenibles que contribuyeron a la acumulación de grandes desequilibrios en algunas economías; las recomendaciones sobre políticas se aplicaron de manera limitada; las medidas adoptadas para desincentivar o corregir los incumplimientos del déficit fueron insuficientes, y no se reconoció adecuadamente la necesidad de velar por la coherencia de las políticas nacionales en una unión monetaria, sobre todo por lo que respecta a la competitividad y las posiciones exteriores netas. Las reglas fiscales en vigor, en especial el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, también se debilitaron con el tiempo, sin que se aplicaran con el rigor suficiente los procedimientos existentes. Unos procedimientos particularmente débiles, dada la decisión inicial de no crear mecanismos de estabilización financiera o fiscal integrada para el área.

La combinación exacta de desequilibrios financieros, fiscales y estructurales que contribuyeron al estallido de la crisis de la deuda soberana no fue la misma en todos los países, y el propio impacto de la crisis también ha sido heterogéneo. Pese a ello, también resultó evidente la necesidad de encontrar soluciones coordinadas para problemas subyacentes, que también eran comunes, si se quería asegurar la viabilidad del euro.

Además de las medidas estrictamente nacionales, las autoridades europeas han tomado una serie de importantes decisiones en los últimos años para corregir las deficiencias puestas de manifiesto por la crisis. En materia fiscal y estructural, además de la política expansiva coordinada de los años 2009 y 2010, se ha aprobado al nivel de la UE un programa de reforma del gobierno económico (el denominado *Six Pack*) con la finalidad de reforzar la función preventiva y correctiva del Pacto de Estabilidad y Crecimiento y establecer requisitos mínimos para los marcos presupuestarios nacionales. La firma de un Pacto Fiscal (comúnmente denominado *Fiscal Compact* en inglés) entre los Estados miembros pertenecientes a la zona del euro supone un paso más en el reforzamiento de la disciplina fiscal en la unión monetaria. Además, se ha creado un nuevo mecanismo de vigilancia al nivel de la UE, el Procedimiento de Desequilibrios Macroeconómicos Excesivos, destinado a detectar y corregir con antelación las deficiencias en materia de competitividad. Y en el terreno financiero, hay un nuevo organismo desde 2011, la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS), que se encarga de la vigilancia macroprudencial del sistema financiero de la UE.

Todas juntas, estas medidas deben desembocar en un mejor gobierno económico de la UE en general y de la zona del euro en particular. La mayoría de las medidas se centran, con razón, en la prevención, es decir, en atajar las raíces de los problemas de cada país antes de que estos se materialicen y causen también problemas a otros Estados miembros.

Las autoridades europeas, además, han creado un marco permanente de gestión y resolución de crisis en caso de que los mecanismos preventivos fallen en el futuro: el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE). No está aún claro qué papel desempeñará este mecanismo en la resolución de crisis bancarias en el medio plazo. La creación de un cortafuegos financiero en caso de que aún se produzcan accidentes en el futuro indica que la transmisión del riesgo debe preocupar especialmente en una unión monetaria, pues países dentro de esta misma unión cuyos fundamentos económicos son sólidos también pueden verse afectados por el llamado efecto «contagio» de los mercados. Y esto es muy evidente al constatar que esta catarata de decisiones, así como la constante utilización de la primera línea de defensa, la política monetaria del BCE, no fueron suficientes para contener los efectos de la crisis de la deuda soberana. Solo tras el compromiso de crear una unión bancaria y el anuncio del BCE de su disposición a emplear medios ilimitados para detener la especulación contra el euro, en el verano de 2012, la crisis y la fragmentación comienzan a remitir.

Comprender el papel del contagio en ausencia de una unión bancaria hace necesario entender no solo *qué* falló, o cuáles son las

raíces de la crisis, sino también *cómo* falló, cuáles fueron las vías de transmisión de la crisis. A continuación examinaremos en más detalle el modo particular en que la crisis de la deuda soberana se extendió por la zona del euro a través del efecto contagio.

III. LA INTERACCIÓN ENTRE EL RIESGO FINANCIERO Y EL RIESGO SOBERANO: EL CONTAGIO

Hoy en día los mercados financieros están muy interrelacionados, lo que hace natural que lo que sucede en un segmento afecte también a otros. Sin embargo, además de las interconexiones ordinarias, las crisis pueden desencadenar «contagio», es decir, efectos derivados que exceden en mucho a los ordinarios. Así, el contagio puede desembocar en la transmisión de la inestabilidad de un mercado financiero, una entidad o un país determinados, a otro u otros mercados, entidades o países (6). Además, un rasgo importante del contagio es que la transmisión de la inestabilidad no suele producirse sin un desencadenante inicial, que a menudo parece relativamente limitado.

Pese a la definición precisa de «contagio», es necesario dar respuesta a una serie de cuestiones clave. ¿Cuál es la raíz del contagio financiero? ¿Cuáles son las vías principales por las que las tensiones financieras se transmiten a países y mercados? ¿Cómo es posible que en unos casos las perturbaciones financieras se limiten a un país (o un mercado) determinado y que en otros se extiendan con extrema rapidez y virulencia? Y por último y no menos importante, ¿qué se puede hacer para reducir la vulnerabilidad de un país miembro de una

unión monetaria frente a perturbaciones externas?

Para aclarar estas cuestiones, es preciso dar un paso atrás y examinar más detenidamente la estructura financiera de la zona del euro, de la cual destacaríamos tres rasgos principales.

— En primer lugar, la zona del euro se caracteriza por un relativamente alto grado de integración económica y financiera de los Estados miembros que la componen. En situación normal o estacionaria, esto beneficia a todos sus componentes. Sin embargo, en tiempos de crisis, una estrecha integración financiera puede fomentar fácilmente la transmisión de perturbaciones de un Estado miembro a otros considerados vulnerables por los mercados, especialmente cuando no existen mecanismos integrados de resolución de crisis (7).

Los efectos prácticos de esta estrecha integración financiera pueden verse en el comportamiento de los tipos de interés de la deuda soberana de la zona del euro antes de la crisis y durante la misma. Antes de la caída de Lehman Brothers, los diferenciales de la deuda soberana eran muy pequeños y tendían a presentar una alta correlación. En un contexto financiero y económico global favorable, hoy conocido como el periodo de la «gran moderación» (crecimiento estable y baja inflación), los mercados subestimaron las notables diferencias entre países en cuanto a sus respectivas situaciones fiscales y estructurales. Esta infravaloración del riesgo dio paso a una revisión repentina y desordenada de los tipos de interés de la deuda soberana de los distintos países cuando llegó la crisis.

— En segundo lugar, el sistema financiero de la zona del euro

sigue basándose en el importante papel de las entidades de crédito. En 2013 había unas 6.800 instituciones financieras monetarias residentes en la zona del euro, el 87 por 100 de las cuales (esto es, algo menos de 6.000) eran entidades de crédito. Las entidades de crédito son entidades de contrapartida en las operaciones de política monetaria del banco central, y sobre esta base conceden préstamos a hogares y empresas. Son, pues, esenciales en la transmisión de la política monetaria a la economía. Por otra parte, en la zona del euro el crédito bancario es mucho más importante para la financiación de las empresas que los mercados de capitales, al representar alrededor del 65 por 100 de la financiación total del sector de las sociedades no financieras, frente al 20 por 100 en Estados Unidos.

— En tercer lugar, no puede subestimarse el papel de la deuda pública en el sistema financiero. Los sistemas financieros modernos se basan en la presunción de que los valores de deuda pública pueden considerarse activos sin riesgo. La mayoría de las entidades bancarias de la zona del euro tienen un marcado sesgo nacional en sus tenencias de deuda pública. Las cifras indican en general que la deuda pública interna representa una parte significativa del total de los activos de las entidades de crédito. En el caso de España, alrededor del 9 por 100 del total de los activos, frente a unas tenencias de deuda pública emitida por otros países de la unión monetaria veinte veces inferior. Las variaciones de la valoración de la deuda pública afectan directamente al comportamiento de las instituciones financieras por influir en su situación patrimonial («canal del balance»). También pueden producirse efectos indi-

rectos en las instituciones financieras por otras vías, puesto que la deuda pública se caracteriza por: 1) servir de valor de garantía para los préstamos repo interbancarios o para que las entidades puedan obtener crédito del banco central (es lo que se denomina «canal de la liquidez»), y 2) utilizarse a menudo como referencia para fijar los tipos de interés para las emisiones privadas de deuda (es el denominado «canal de los precios»).

Teniendo en cuenta la estructura financiera de la zona del euro que se acaba de describir, puede comprenderse mejor la interacción entre riesgo soberano y riesgo financiero que hemos observado en los años recientes. Sobre las finanzas públicas ha pesado la carga de los avales del Estado, tácitos o expresos, al sector bancario, así como la necesidad de financiar las recapitalizaciones bancarias con fondos públicos. El nivel de endeudamiento público adicional que representan estas ayudas al sector bancario ha sido heterogéneo y ha dependido del tamaño del sector bancario en relación con el PIB de cada país. Como se ha indicado, en algunos casos esta carga se ha agravado por la adopción de medidas discrecionales de estímulo fiscal al inicio de la crisis y por la caída de los ingresos públicos a causa de la recesión económica. El deterioro adicional de las finanzas públicas en países que ya partían de un alto nivel de endeudamiento público influyó negativamente en la valoración de mercado de su deuda soberana. Esto, a su vez, tuvo un efecto negativo sobre las carteras de las entidades de crédito con importantes tenencias de deuda pública, que ya estaban sufriendo pérdidas en otras categorías de activos, bien por su exposición a ciertos valores de renta

fija de Estados Unidos, bien, en general, por la rebaja de la calidad crediticia de sus carteras de préstamos domésticos.

Las instituciones financieras, además, sufrieron efectos indirectos de la caída del valor de mercado de la deuda pública. El deterioro en la valoración crediticia de un emisor soberano tiende a afectar de manera negativa, por la vía de los precios, a la solvencia de la mayoría de las entidades privadas de esa jurisdicción, incluidas las instituciones financieras. Esto se debe a que las autoridades fiscales nacionales son también, en definitiva, las encargadas de la resolución de los problemas bancarios de su respectivo país (y de la protección de los depositantes) en caso de que quiebre alguna entidad. Por ello tradicionalmente las agencias de calificación crediticia han vinculado las calificaciones de las entidades de crédito, independientemente de su situación financiera individual, a las de los emisores soberanos correspondientes. Las crecientes dificultades de algunos países para financiarse en el mercado han obstaculizado, por tanto, la posibilidad de las entidades de crédito de esos países de obtener financiación en los mercados mayoristas. Además, los mercados han tendido a vincular el tipo de interés al que las entidades de crédito pueden emitir deuda en los mercados mayoristas al tipo de interés requerido al emisor soberano respectivo. Consecuentemente, la rebaja de la calificación crediticia de un emisor soberano ha tendido a reflejarse en el aumento de los costes de financiación de las entidades de crédito radicadas en esa jurisdicción.

Asimismo, las tensiones en los mercados de deuda soberana

han obstaculizado, por la vía de la liquidez, el funcionamiento del mercado interbancario. Esta es la razón de que incluso en mercados de financiación respaldados con garantías, como el mercado interbancario de préstamos *repo*, las entidades de crédito hayan sido reacias a prestar a otras que utilizan como garantía deuda de su propio país en aquellos casos en que el riesgo de solvencia de ese país es motivo de inquietud.

Estos canales de transmisión de los efectos indirectos de los mercados de deuda soberana en el sector financiero interno ayudan a explicar por qué los sistemas bancarios de algunos países han resultado especialmente afectados por la crisis a pesar de que sus carteras de deuda pública interna eran relativamente pequeñas. Además, conviene advertir que, aun en el caso de que la mayor parte de la deuda pública de un país esté en manos de entidades extranjeras, el remanente en manos de entidades residentes puede todavía ser lo bastante grande como para representar una parte importante de sus balances.

La relación causal entre el deterioro en las condiciones de financiación de los emisores soberanos y el de la situación de sus sistemas bancarios nacionales no ha sido ni simple ni unidireccional. Grecia e Irlanda o España, por ejemplo, representan dos casos distintos en este respecto. En Grecia, las dudas persistentes sobre su solvencia fiscal pusieron en peligro la estabilidad de su sistema bancario. En Irlanda y España, en cambio, el sobreendeudamiento llevó a las autoridades fiscales a intervenir para apoyar a un conjunto de entidades crediticias (fundamentalmente cajas de ahorros en el caso español), y fueron los pasivos contin-

gentes surgidos de esta intervención los que terminaron por amenazar gravemente la sostenibilidad de las finanzas públicas. Sin embargo, al margen de cuál de las partes fue la desencadenante inmediata de los problemas financieros, el elemento común a ambos casos es que los mecanismos que acabamos de describir se reforzaron mutuamente para crear un círculo vicioso entre riesgo soberano e inestabilidad financiera.

Existen además indicios de que la dependencia de los sistemas bancarios nacionales respecto de la solidez relativa del emisor soberano correspondiente es mayor de lo que solía ser antes de la crisis. Algunas estimaciones, basadas en precios de *CDS* de bancos y de gobiernos, muestran que la correlación entre la percepción del riesgo de los bonos bancarios y de los bonos soberanos se intensificó durante la crisis de la deuda soberana. Para el periodo 2007-2013 fue superior a 0,9 en países como España, Italia o Francia, y algo superior a 0,8 en Alemania. En 2013, las correlaciones habían bajado, pero de forma muy diferenciada: en el caso de Francia a 0,4 y en Alemania a -0,2, mientras que en España e Italia se mantenían por encima de 0,8 (8). Esto es reflejo de las distintas percepciones sobre la fortaleza de las economías y los sectores públicos, así como el distinto peso de la deuda en las carteras bancarias, que en España e Italia ha aumentado significativamente en 2012 y 2013.

Los factores que explican la crisis de la deuda soberana son comunes, mientras que el impacto de la crisis ha sido diverso. Son las interacciones entre emisor soberano y sistema bancario nacional las que explican en buena

medida la diversidad del impacto. Sin embargo, esto solo justifica parcialmente por qué el contagio entre los mercados de deuda soberana de economías con variables fundamentales muy distintas ha sido tan fuerte en la zona del euro.

¿En qué medida los mercados identifican vulnerabilidades nacionales comunes a distintas economías de la zona del euro y en qué medida sencillamente reflejan las vulnerabilidades en la arquitectura institucional de la zona del euro, esto es, la ausencia de mecanismos de absorción de perturbaciones económicas y financieras comunes? Aún no se ha dado una respuesta empírica rotunda a esta pregunta, aunque afortunadamente sí ha habido respuestas de política económica y financiera, como se ha indicado más arriba.

Un claro ejemplo se encuentra en el anuncio de las autoridades griegas de un referéndum sobre el programa de rescate acordado poco antes en la cumbre de la UE, un acontecimiento que puede ayudarnos sobremedida a entender la mecánica del contagio en la zona del euro. Dicho anuncio, efectuado el 1 de noviembre de 2011, era un asunto específicamente griego, y el hecho de que ese día fuera festivo en otros países europeos significa que el flujo de la información fue más limitado de lo habitual. A raíz de la noticia, el rendimiento de los bonos soberanos y las primas de los CDS soberanos de Grecia subieron vertiginosamente. Sin embargo, la transmisión de esta perturbación a algunos otros emisores soberanos y entidades de crédito de la zona del euro en particular también fue rápida, fuerte y persistente. Las primas de los CDS de Francia, Alemania, Italia y España

registraron la mayor subida diaria de todo el año. Pero, así como la prima de los CDS de Alemania volvió a caer en cuestión de días (del 1 al 4 de noviembre) a sus niveles previos, las de Italia, España y en cierta medida Francia prosiguieron su senda alcista en ese mismo periodo (9). Alemania se benefició de un cierto efecto refugio que le permitió atraer grandes flujos de capital exterior hacia su deuda pública. Analizados en su conjunto, estos datos respaldan la hipótesis de que el contagio desde Grecia se convirtió en una fuente de riesgo sistémico para varias economías de la zona del euro al intensificarse la crisis de la deuda soberana a partir de mediados de 2011 (10). Por lo tanto, parece que los efectos indirectos de la crisis de deuda griega puedan explicar en parte el brusco empeoramiento subsiguiente en la percepción de la solvencia de otros países, ya sea aquellos sujetos a programas completos de la UE y el FMI (es decir, Irlanda y Portugal), ya sea de otros en situación de debilidad, como Italia y España, que tendría que solicitar un rescate financiero en 2012 ante la ausencia de credibilidad de las opciones de recuperación y resolución nacionales.

IV. FRAGMENTACIÓN FINANCIERA, POLÍTICA MONETARIA Y LA INEVITABILIDAD DE LA UNIÓN BANCARIA

Durante los episodios más duros de la crisis financiera, muchos se han dejado llevar por el espejismo de la supuesta omnipotencia del banco central. Si los bancos centrales tienen una capacidad prácticamente ilimitada de crear dinero, ¿por qué no se ha bastado la política monetaria del BCE para hacer frente a la cri-

sis de la deuda soberana? Para que la política monetaria sea eficaz es prerequisite esencial que la orientación deseada se transmita correctamente a la economía real, y ello no es posible si los mercados financieros están fragmentados. Desde el comienzo de la crisis, uno de los mayores retos para el BCE ha consistido en que los canales tradicionales que trasladan las decisiones de política monetaria a la economía real han dejado de funcionar correctamente. De hecho, desde el comienzo de la crisis los mercados financieros se han fragmentado siguiendo líneas nacionales. La fragmentación ha significado que las instituciones financieras de ciertos países han tenido más dificultades que en el pasado para acceder a la financiación mayorista, y cuando han podido hacerlo han tenido que soportar costes significativamente mayores. El hecho de que en esos países entidades sólidas, financieras y no financieras, con una buena situación patrimonial, hayan resultado tan afectadas como otras entidades más débiles indica que parte del problema se debe a factores no fundamentales o propios de las empresas y los bancos. Las perturbaciones causadas por la crisis de la deuda soberana han reducido el acceso de ciertas entidades al crédito simplemente por razón de su país de origen.

Ello ha hecho necesario abordar el mal funcionamiento del mecanismo de transmisión monetaria, a fin de moderar el endurecimiento injustificado de las condiciones de financiación. El BCE ha respondido a este reto en el ámbito de sus competencias y responsabilidades tomando una serie de medidas sin precedentes, conocidas como «medidas no convencionales de política monetaria».

El diseño de las medidas de política monetaria no convencionales ha seguido tres principios básicos. Primero: el objetivo primordial ha sido mitigar los daños causados por la crisis en los canales de transmisión de la política monetaria. Segundo: cada medida se ha calibrado para abordar deficiencias específicas de funcionamiento de los mercados consideradas en la raíz del problema. Y tercero: las medidas se han diseñado como temporales, por lo que están llamadas a ser desmanteladas progresivamente conforme las condiciones lo permitan o cuando llegue el momento de caducidad establecido para las mismas.

La aplicación práctica de estos principios se ha traducido en medidas centradas principalmente en el sector bancario, y hay buenas razones para que haya sido así. Como se ha visto antes, el sistema bancario desempeña una función esencial en la transmisión de los impulsos monetarios a la economía en general, especialmente por la vía del crédito. El crédito es el cordón umbilical de la actividad económica moderna, hasta el punto de que las disfunciones de este canal, de consentirse, serían especialmente dañinas para la economía real. Con carácter más general, no abordar la ausencia de liquidez del sistema bancario hubiera tenido consecuencias muy graves.

Las medidas no convencionales del BCE se han centrado, por tanto, en seis grandes líneas de acción:

1) El periodo de vencimiento de las operaciones de financiación del banco central con el sistema bancario se ha alargado progresivamente, y se han ampliado los activos de garantía admisibles en esas operaciones.

Además, desde el otoño de 2008, las operaciones de financiación se han efectuado a tipo de interés fijo con adjudicación plena. Estas medidas se han dirigido a mitigar el riesgo de financiación de las entidades de crédito, agravado por el riesgo soberano correspondiente. En junio de 2014 se anunció el mantenimiento de esta modalidad de inyección hasta diciembre de 2016.

2) En el marco de su Programa para los Mercados de Valores, el BCE ha efectuado adquisiciones limitadas de deuda pública en los mercados secundarios. Esta medida se diseñó para mitigar el mal funcionamiento de los mercados de deuda pública en países sometidos a tensiones (inicialmente Grecia, Irlanda y Portugal, y posteriormente, Italia y España) y corregir así las señales relativas a los canales de precios, liquidez y balance del mecanismo de transmisión de la política monetaria. Las intervenciones de dicho programa se han reabsorbido mediante otras operaciones de drenaje de liquidez hasta la cancelación de estas operaciones en junio de 2014.

3) El BCE ha efectuado además adquisiciones de bonos garantizados (cédulas) en los mercados secundarios, respaldando con ello la emisión de valores de renta fija por las entidades de crédito y contribuyendo así a mantener el acceso de estas al mercado.

4) En diciembre de 2011 el BCE decidió efectuar otras dos operaciones de financiación a largo plazo, con un vencimiento que por primera vez alcanzaba los tres años, y al mismo tiempo volvió a ampliar la lista de activos de garantía admisibles en sus

operaciones de financiación. Lo inusual de esta operación tuvo una cuádruple justificación. En primer lugar, el BCE era muy consciente de que los problemas de financiación a largo plazo estaban agudizando el desfase de vencimientos en los balances del sector bancario. Por ello, facilitar apoyo a la liquidez con vencimientos más largos de lo habitual contribuiría a aliviar parte de las dificultades sufridas por las entidades de crédito a este respecto. En segundo lugar, al mitigar la incipiente escasez de activos de garantía, estas medidas en conjunto trataban de ofrecer apoyo a las entidades de crédito de pequeño y mediano tamaño, especialmente vulnerables al bloqueo de la intermediación financiera. En tercer lugar, proporcionar liquidez al sistema debería contribuir también a proteger al sector bancario de posibles efectos indirectos producidos por la crisis de la deuda soberana. Además, en la medida en que el aumento de las primas de riesgo soberano refleja dudas sobre la solidez del sector bancario, el apoyo a la liquidez se traduciría en el alivio de las tensiones en el mercado de deuda soberana.

5) En julio de 2012 el BCE anuncia un programa virtual —nunca dio lugar a intervenciones— de compras ilimitadas de deuda a plazos cortos, en el mercado secundario, en el caso de países que lo solicitasen a condición de estar sometidos a condicionalidad. El doble objetivo era estabilizar la moneda ante ataques especulativos que buscasen su ruptura y permitir la transmisión de la política monetaria.

6) En junio de 2014 se anuncia un programa dirigido a fomentar el crédito a la economía real basado en dos pilares: una serie de operaciones (de septiem-

bre de 2014 a junio de 2016, todas ellas con vencimiento en septiembre de 2018) de inyección de liquidez condicionada a objetivos de mantenimiento o aumento de crédito a la economía real, y preparación de un programa de compras en firme de titulizaciones. Todo ello se combina con una rebaja del tipo de política al 0,15 por 100 y un tipo negativo de la facilidad de depósito del -0,1 por 100, al objeto de relajar la política monetaria, estimular el crédito y combatir una inflación excesivamente baja.

¿Han sido eficaces las medidas no convencionales de política monetaria? Vistos los esfuerzos del BCE por corregir los obstáculos al mecanismo de transmisión de la política monetaria, es legítimo preguntarse si han dado los resultados esperados. Puesto que el incremento de la actividad de intermediación financiera del BCE equivale a la expansión del balance del banco central, es también importante preguntarse si la asunción de los riesgos implícitos por parte de la autoridad monetaria está justificada. Y hay dos tipos de respuesta a estos interrogantes, que dependen del escenario alternativo de referencia. Si este escenario viene dado por la evaporación del crédito, la implosión del sistema financiero y, en última instancia, la puesta en cuestión del euro, la respuesta es probablemente un sí con limitaciones. Pero si la referencia es un funcionamiento estable del euro en el marco de un sistema no fragmentado, la respuesta no puede ser afirmativa.

Dibujar un escenario contrafactual, es decir, qué habría sucedido si el BCE hubiera elegido utilizar solo políticas convencionales de tipos de interés, es en extremo difícil. Por definición, es imposi-

ble basar este escenario en la observación, y el hecho de que la actuación de otros agentes clave, como los gobiernos de la zona del euro, pueda influir en los resultados, tanto positiva como negativamente, complica aún más este ejercicio hipotético.

Teniendo en cuenta estas cautelas, han de hacerse dos observaciones. Por una parte, es indudable que la política de ofrecer financiación a las entidades de crédito a plazos más largos y a tipo de interés fijo con adjudicación plena ha aportado un ancla de estabilidad al sistema bancario y, en consecuencia, ha sido una herramienta clave para mitigar los obstáculos al mecanismo de transmisión de la política monetaria. Tomemos como ejemplo los esfuerzos más recientes en este ámbito: tanto los informes aislados de los participantes en el mercado, como la información de los mercados recopilada por el BCE indican que el anuncio del Eurosistema de dos operaciones de financiación a tres años constituyó un factor importante para la mejora de las condiciones de financiación bancaria desde principios de 2012. Así, estas medidas permitían que el ajuste requerido en los balances de las entidades de crédito (desapalancamiento) se produjese de forma ordenada, al incrementarse la certidumbre sobre los perfiles de financiación. Ello se tradujo, asimismo, en un aumento de las señales de un «deshielo» en el mercado de emisión de cédulas desde la fecha del anuncio. En términos más generales, los mercados percibían el apoyo del BCE a las entidades de crédito como un instrumento útil para reducir los riesgos de financiación soberana y bancaria y, en consecuencia, el riesgo sistémico (11). Al mismo tiempo, sin embargo, la evidencia indica que las operacio-

nes a tres años tuvieron, por sí solas, un escaso impacto inmediato en la relajación de los criterios para la concesión de nuevos préstamos.

Por otra parte, además de la evidencia referida, algunos estudios académicos permiten ser razonablemente positivos en cuanto a la eficacia de las medidas no convencionales del BCE. Desde una perspectiva macroeconómica, algunos resultados indican que las fluctuaciones de los agregados financieros y monetarios durante la crisis no se han desviado significativamente de las regularidades históricas observadas en el periodo anterior a la crisis (es decir, antes del 9 de agosto de 2007) a pesar de las distorsiones registradas en el mercado interbancario, lo que apunta a una continuación de los flujos financieros (12). Se ha señalado asimismo que, al haber evitado un desapalancamiento desordenado del sector bancario, las medidas adoptadas por el BCE han evitado en gran parte los riesgos a la baja para la estabilidad de precios (13). Además, otro estudio más reciente indica que el nivel de los préstamos bancarios a los hogares y a las sociedades no financieras durante la crisis ha sido superior al que se hubiera registrado sin las intervenciones del BCE, y que el nivel de la producción industrial de la zona del euro ha sido un 2 por 100 mayor, y la tasa de desempleo, un 0,6 por 100 inferior (14). Desde una perspectiva microeconómica, algunos resultados empíricos parecen indicar que las intervenciones del BCE han permitido la continuidad de operaciones de tipo *repo* en el mercado monetario, reduciendo también sustancialmente la prima de riesgo correspondiente al riesgo de refinanciación o de liquidez en el mercado monetario interbancario (15).

Como es obvio, esta evidencia es necesariamente demasiado provisional y fragmentaria. Cuando se considera el escenario alternativo, la valoración no puede ser tan positiva. Desde la experiencia de estos años puede concluirse que, por sí solas, las medidas monetarias no lograron evitar la metamorfosis del riesgo financiero en riesgo soberano y de este en «riesgo de redenominación» (eufemismo acuñado por el BCE para referirse al riesgo de ruptura del euro). De hecho, una buena muestra de que las operaciones no convencionales han ayudado, pero nunca han podido considerarse la solución de los problemas de fondo, fue el periodo de intensa inestabilidad financiera de la primavera de 2012, causada por las percepciones de subordinación de la deuda de los países en dificultades a raíz de la «solución griega» y la profunda división política acerca de cómo solucionar la ausencia de mecanismos conjuntos de estabilización financiera y fiscal. De hecho, las sucesivas medidas de inyección de liquidez tuvieron una efectividad menguante en el tiempo, y no lograron detener ni la fuga masiva de fondos de España e Italia que durante los once meses que preceden a junio de 2012 llegan a alcanzar los 600.000 millones de euros, ni la escalada de las primas de riesgo, que durante ese periodo se multiplican por más de dos.

Son los anuncios políticos y monetarios de junio, julio y septiembre de 2012, realizados por el Consejo de la UE y por el BCE, los que cambian dramáticamente —para mejor— estas percepciones. La estabilización de la unión monetaria requería enterrar al euro 1.0. En junio se acuerda avanzar de forma rápida hacia la creación de una unión bancaria, con el BCE a la cabeza del sistema de supervisión único,

así como la posibilidad de que el MEDE inyecte directamente capital en entidades financieras bajo estrictas condiciones. Y es un mes después cuando el BCE, por boca de Mario Draghi, anuncia su disposición a «hacer lo que sea necesario, ... y créanme, será suficiente» para respaldar la estabilidad del euro, mediante un esquema virtual pero potencialmente ilimitado en recursos. Desde entonces progresan con rapidez los trabajos para instaurar la unión bancaria, con sus cuatro pilares: el BCE a la cabeza del nuevo sistema de supervisión, la conclusión del reglamento único (CRD IV y BRRD), el acuerdo sobre un mecanismo único de resolución, y compromisos para reforzar los esquemas de garantía de depósitos. Y solo desde el final del verano de 2012 caen con fuerza las primas de riesgo, y la relajación de las condiciones financieras acompaña a una progresiva aunque lenta reintegración de los mercados financieros.

Esta secuencia de eventos sugiere que solo el compromiso político de crear una unión bancaria ha devuelto a la política monetaria parte de su efectividad. Y también arroja luz sobre la interdependencia entre los trilemas monetario y financiero. ¿Por qué solo la unión bancaria permite estabilizar la unión monetaria? Obviamente, no se trata de una promesa vana de que no habrá nuevas crisis bancarias en el futuro, pero sí de que estas crisis no darán como resultado un círculo vicioso entre la situación de los bancos y la del soberano. Ello es así porque a medida que el proceso de unión bancaria vaya completándose, la resolución de entidades dejará de tener influencia sobre las finanzas de los Estados en los que residen —las medidas de *bail-in* y el fondo de resolución financiado por las entidades de-

berían ocuparse de ello— y la supervisión y el reglamento único deberían atenuar hasta eliminar el sesgo nacional en las tenencias de deuda pública y, así, reparar la integración financiera que la crisis de la deuda soberana ha dañado. En esto se diferenciaba la zona del euro de la forma en la que funciona un país federal, y esta diferencia, que ha puesto en peligro la fungibilidad del dinero bancario, es la que la unión bancaria debe ir limando hasta hacerla desaparecer.

V. HACIA UNA UNIÓN MONETARIA GENUINA: EL TRILEMA POLÍTICO

La eurozona no tiene estructura ni instituciones federales, y esta realidad abre la puerta a una cuestión clave: ¿Es suficiente la unión bancaria para estabilizar el euro de forma duradera? En otras palabras, ¿cuánta integración es bastante? Para aquellos que añoran el diseño original de Maastricht, el euro 2.0 —unión monetaria *más* unión bancaria *más* un esquema como las operaciones monetarias a vencimiento (OMT) *más* el Pacto de Estabilidad y Crecimiento reforzado («compacto fiscal») *más* el «procedimiento de desequilibrios excesivos»— debería ser suficiente.

Todo esto se ha conseguido, sin embargo, sobre la base de utilizar los procedimientos legales y la presión de los mercados de forma que se ha interpretado por muchos como una progresiva pérdida de legitimidad democrática. En palabras de Bini Smaghi, «las decisiones tomadas bajo la presión de los mercados acaban viéndose por los ciudadanos como una imposición externa que amenaza la soberanía popular [...]. Las intervenciones de las instituciones supranacionales son

también vistas como una interferencia en los asuntos internos. La culpa se atribuye a chivos expiatorios, con frecuencia externos como la Unión Europea, que se contemplan como figuras autoritarias enviadas para imponer su voluntad más que para ayudar» (16). El Eurobarómetro es muy expresivo a este respecto: con la excepción de Irlanda, cuyo sistema político ha sido muy resistente en el curso del rescate financiero, los países sujetos a rescates de distintos tipos o que se han visto forzados por los mercados a cambios de curso político y económico (Grecia, Portugal, Italia y España) son aquellos en los que la popularidad del euro ha caído más, con porcentajes de población contraria al euro de entre el 36 y el 46 por 100.

Otros piensan, y entre ellos nos encontramos, que el euro 2.0 es todavía frágil, puesto que no soluciona dos problemas que pueden lastrar la estabilidad macroeconómica y financiera en el futuro: el acceso de todos los países a un activo común libre de riesgo, y la «herencia del pasado» que se refleja en unos volúmenes de deuda pública sustanciales. Y solucionarlos, mediante la creación de euroletras y de un fondo de redención de deuda, o mecanismos similares, es también exigente en términos de legitimidad democrática, pues se ponen en juego recursos impositivos de los ciudadanos (17).

A la cuestión de «cuánta integración adicional es bastante» no se puede responder ignorando las complejas interacciones entre la política y los mercados. Y sobre esta interacción, la experiencia de la crisis ofrece al menos dos argumentos que sustentan la necesidad de profundizar en la integración y la gobernanza de la zona del euro.

— En primer lugar, una buena parte de los defectos de diseño institucional del euro tienen su origen es una fe ingenua de los políticos de hace dos décadas en la capacidad disciplinadora del mercado. Se pensó entonces que los mercados discriminarían en contra de aquellos países con mayores desequilibrios financieros y fiscales y con peores indicadores de competitividad. Pero los mercados nunca jugaron este papel.

El error fue creer que la segunda área monetaria más importante del mundo podía delegar su gobernanza a las agencias de calificación y unos mercados procíclicos y siempre proclives a la sobreacción. La ausencia de una gobernanza propia ha forzado a los gobiernos a aprobar reformas apresuradamente, en el último minuto, en reuniones dramáticas, lo que ha dificultado explicar las reformas a los ciudadanos, así como formar consensos. Todo ello no ha servido para contener los fenómenos de contagio. Y así, frustradas las esperanzas puestas en el mercado, los políticos han comprendido que tienen que crear una gobernanza en buena parte inexistente. El salto cualitativo que se observa desde la primavera de 2010 es muy significativo.

Pero si tanto se ha conseguido desde 2010, ¿por qué las autoridades europeas no han sido eficaces en poner fin a los ataques de los mercados y al contagio hasta el verano de 2012? La respuesta está en el funcionamiento de las instituciones políticas en el presente estadio de integración, en el que casi todas las decisiones de trascendencia las adoptan 18 democracias soberanas. A diferencia de un Estado unitario, la eurozona tiene 18 jefes de Estado, 18 ministros de Economía e

incontables parlamentarios nacionales. No es sorprendente que, en materias complejas como son las europeas, la cacofonía sea la regla. Y sus ecos adversos en los mercados siempre han terminado debilitando la eficacia de los acuerdos.

Hasta cierto punto, se trata de un problema de procedimiento: nuestras instituciones no son efectivas en asegurar que los líderes hablan con una sola voz. Pero a un nivel más profundo, es un problema que deriva de las diferencias fundamentales en las expectativas y las percepciones que tienen los ciudadanos y los mercados. De los políticos, los mercados esperan mensajes de confianza, de inmediatez, y, en suma, de una capacidad de actuar ilimitada. Los ciudadanos de cada país, por su parte, quieren conocer los límites de las obligaciones tributarias a las que pueden quedar sujetos.

Una ilustración de esta divergencia la ofrece el debate sobre la participación privada en la reestructuración de la deuda pública. Para una audiencia doméstica, los bancos deben asumir las consecuencias de sus errores. Pero para los mercados, tal comunicación puede ser desastrosa, pues indica a los inversores que unos activos soberanos previamente considerados libres de riesgo han dejado de serlo. Y como los mercados se mueven por expectativas, resuelven deshacerse de sus inversiones hoy. Este proceso inmediatamente debilita los logros en el frente institucional.

Otro ejemplo es la aplicación práctica de las decisiones políticas adoptadas en respuesta a la crisis. Los mercados esperan decisiones de efecto rápido, valientes y adelantadas a los acontecimientos.

tos. Se exasperan ante el hecho de que los acuerdos políticos puedan necesitar meses para ser operativos. Sin embargo, las decisiones deben ser explicadas, los procedimientos de aprobación seguidos y los compromisos políticos han de ser negociados. Y todo ello dentro de un sistema de 18 democracias soberanas. Así, una vez aplicados los acuerdos, nos encontramos con que las expectativas han cambiado y las decisiones se dan por descontadas.

— Esta dialéctica gobiernos-mercados ofrece un segundo argumento que sustancia la necesidad de una unión económica y financiera más estrecha y profunda para asegurar un futuro estable del euro. La lógica del diseño original del euro —una política monetaria única o federal, coexistiendo con políticas económicas descentralizadas— estaba ligada a los principios de subsidiariedad y de rendición de cuentas democrática. Esto era coherente con el contexto vigente hace dos décadas. Pero estos mismos principios hoy implican más Europa. Porque el principio de subsidiariedad asigna a la autoridad europea aquellas tareas que no puedan realizarse efectivamente a nivel nacional. ¿Y puede alguien sostener, tras la intensa experiencia de la crisis, que el nivel europeo de gobierno no es el más efectivo para ejercer directamente, o al menos coordinar, ciertas políticas económicas y financieras?

Pero si necesitamos una autoridad europea más fuerte, el principio de rendición de cuentas exige una profunda mejora de la democracia a nivel europeo. Y cualquier reflexión sobre lo que esto implica debe partir de reconocer que la pertenencia al euro conlleva un significativo grado de unión política. Porque hoy ya

debe resultar evidente que prevenir y corregir los efectos de la crisis en la zona del euro exige que las decisiones se tomen de forma conjunta, con una perspectiva de la eurozona en su conjunto y no de los intereses nacionales específicos.

La necesidad de procedimientos institucionalizados de toma de decisiones colectivas es lo que define una unión política. Esta necesidad ha sido sentida *de facto* por los países miembros de la eurozona desde el comienzo de la crisis, aunque su reconocimiento *de iure* ha sido algo más lento pero decisivo. Tenemos ya tratados, procedimientos, instituciones y propuestas de directiva que son la urdimbre de una genuina unión monetaria, financiera, fiscal y política.

La intensidad de la experiencia de estos años pasados, de prueba y error, ha desvelado un tercer trilema, el «trilema político», sobre cuya resolución descansa la posibilidad de una unión económica y monetaria genuina y estable. No es posible disfrutar simultáneamente de una unión monetaria y bancaria, plena legitimidad democrática y políticas impositivas y de gasto nacionales. Solo dos objetivos son compatibles simultáneamente. De hecho, los trilemas macroeconómico y financiero tienen un sustrato político, pues la renuncia a la política monetaria y las políticas de regulación y supervisión nacionales son decisiones que implican compartir soberanía. Pero los impuestos y los gastos son el elemento nuclear de las decisiones democráticas. Una política presupuestaria independiente, con aprobación y rendición de cuentas nacional, puede ser inconsistente con la moneda única. La experiencia nos dice que solo puede asegurarse la permanencia me-

dante la actuación coordinada del BCE, la Unión Europea y las autoridades del país. Pero a falta de integración política, es decir, sin un Parlamento y un gobierno europeos con la suficiente legitimidad democrática, estos «rescates» salvan el día, pero no el largo plazo. La superación de la debilidad democrática de las instituciones políticas de la eurozona deberá ir dando nacimiento al euro 3.0, un proyecto plenamente legítimo en lo político, y estable en sus dimensiones macroeconómicas y financieras.

VI. COMENTARIO FINAL

La dirección de avance del proceso europeo, aún lejos de la federalización que sí tenemos en la política monetaria, debe contribuir a sentar con solidez los pilares financieros y políticos de una unión más estable. Pero esto solo lo veremos el día después de mañana. Porque los retos inmediatos son poner nuestras casas en orden, recuperar competitividad, sanear nuestros balances y levantar la unión bancaria. Y, por encima de todo, entender en los hechos que compartir soberanía en el área del euro no equivale a perder soberanía. Antes al contrario, compartir soberanía es el único camino para ganar un futuro de estabilidad y de progreso.

NOTAS

(1) Véase, sobre ambas y con un detenido análisis para la zona del euro, MONGELLI (2008).

(2) Este término se debe a SCHOENMAKER (2011), cuyo análisis se inspira en el de FREIXAS (2003).

(3) Véase, por ejemplo, GONZÁLEZ-PÁRAMO (2009) y ÁLVAREZ GIL y GONZÁLEZ-PÁRAMO (2012).

(4) Véase por ejemplo el examen de BROUSSEAU *et al.* (2009).

<p>(5) Véase en particular BRUNNERMEIER (2009).</p> <p>(6) Véase GONZÁLEZ-PÁRAMO (2011).</p> <p>(7) Recordemos que en una unión monetaria ya no es posible recurrir al tipo de cambio nominal como mecanismo de absorción que ayude a los países a enfrentarse a posibles perturbaciones.</p> <p>(8) Datos de BBVA Research, a diciembre de 2013.</p> <p>(9) Véase también la evidencia empírica aportada por ANG y LONGSTAFF (2011).</p> <p>(10) Véanse en particular AREZKI <i>et al.</i> (2011), ARGHYROU y TSOUKALAS (2011) y DE SANTIS (2012).</p> <p>(11) Véase por ejemplo «Don't underestimate the impact of the LTROs», nota de investigación de Morgan Stanley de 18 de enero de 2012.</p> <p>(12) Véase por ejemplo LENZA <i>et al.</i> (2010a y 2010b).</p> <p>(13) Véase en particular FAHR <i>et al.</i> (2011).</p> <p>(14) Véase GIANNONE (2012).</p> <p>(15) Véase CASSOLA <i>et al.</i> (2011).</p> <p>(16) Véase BINI SMAGHI (2013).</p> <p>(17) Véase TUMPEL-GUGERELL (2014) para los detalles técnicos de las distintas alternativas de diseño de las euroletras y el fondo de redención.</p> <p>BIBLIOGRAFÍA</p> <p>ÁLVAREZ GIL, M.J., y GONZÁLEZ-PÁRAMO, J.M. (2012), «La gestión de la crisis financiera global: El papel del Banco Central Europeo», <i>Revista Asturiana de Economía</i>, 46: 87-102.</p> <p>ANG, A., y LONGSTAFF, F.A. (2011), «Systemic sovereign credit risk: Lessons from the US</p>	<p>and Europe». NBER Working Paper Series n.º 16.982.</p> <p>AREZKI, R.; CANDELON, B., y SY, A.N.R. (2011), «Sovereign rating news and financial markets spillovers: Evidence from the European debt». IMF Working Paper n.º 11/68.</p> <p>ARGHYROU, M.G., y TSOUKALAS, J.D. (2011), «The Greek debt crisis: Causes, mechanics and outcomes», <i>The World Economy</i>, 34(2): 173-191.</p> <p>BINI, L. (2013), <i>Austerity: European democracies against the wall</i>, Centre for European Policy Studies (CEPS), Bruselas.</p> <p>BROUSSEAU, V.; CHAILLOUX, A., y DURRÉ, A. (2009), «Interbank offered rate: Effects of the financial crisis on the information content of the fixing». LEM-CNR Working Paper n.º 2009-17.</p> <p>BRUNNERMEIER, M.K. (2009), «Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007-2008», <i>Journal of Economic Perspectives</i>, 23(1): 77-100.</p> <p>CASSOLA, N.; DURRÉ, A., y HOLTHAUSEN, C. (2011), «Implementing monetary policy in crisis times: the case of the ECB», en M. JAROCINSKI, F. SMETS y C. THIMANN (Eds.), <i>Approaches to monetary policy revisited – lessons from the crisis</i>, 5.ª sesión, Banco Central Europeo, pp. 280-321.</p> <p>FAHR, S.; MOTTO, R.; ROSTAGNO, M.; SMETS, F., y TRISTANI, O. (2011), «Lessons for monetary policy strategy from the recent past», en M. JAROCINSKI, F. SMETS y C. THIMANN (Eds.), <i>Approaches to monetary policy revisited – lessons from the crisis</i>, 1.ª sesión, Banco Central Europeo, pp. 26-66.</p> <p>FREIXAS, X. (2003), «Crisis management in Europe», en J. KREMERS, D. SCHOENMAKER y P. WIERT (Eds.), <i>Financial supervision in Europe</i>, Edward Elgar, pp. 141-165.</p> <p>GIANNONE, D.; LENZA, M.; PILL, H., y REICHLIN, L. (2012), «The ECB and the interbank</p>	<p>market». CEPR Working Paper Series n.º 8.844.</p> <p>GONZÁLEZ-PÁRAMO, J.M. (2009), «Financial market failures and public policies: A central banker's perspective on the global financial crisis», <i>Hacienda Pública Española/Revista de Economía Pública</i>, 190(3): 127-156.</p> <p>— (2011), «Sovereign contagion in Europe». Discurso pronunciado en el <i>Distinguished Speaker Seminar of the European Economics and Financial Centre</i>, Houses of the Parliament, Westminster, Londres. Disponible en: http://www.ecb.int/press/key/date/2011/html/sp111125.en.html</p> <p>— (2012), «The ECB and the sovereign debt crisis», <i>Moneda y Crédito</i>, 234.</p> <p>LENZA, M.; PILL, H., y REICHLIN, L. (2010a), «Non-standard monetary policy measures and monetary developments». ECB Working Paper Series n.º 1.253.</p> <p>— (2010b), «Monetary policy in exceptional times», <i>Economic Policy</i>, 62: 295-339.</p> <p>MISHKIN, F.S., y WHITE, E.N. (2002), «U.S. Stock Market Crashes and Their Aftermath: Implications for Monetary Policy». NBER Working Paper n.º 8.992.</p> <p>MONGELLI, F.P. (2008), «European economic and monetary integration and the optimum currency area theory». Economic and Financial Affairs, European Commission. Economic Papers n.º 302, febrero.</p> <p>SANTIS, R.A. DE (2012), «The Euro area sovereign debt crisis: safe haven, credit rating agencies and the spread of the fever from Greece, Ireland and Portugal». ECB Working Paper Series n.º 1.419.</p> <p>SCHOENMAKER, D. (2011), «The financial trilemma», <i>Economics Letters</i>, 111: 57-59.</p> <p>TUMPEL-GUGERELL, G. (2014), «Expert Group on Debt Redemption and Eurobills». Tumpel-Gugerell Report, 31 de marzo, 86 pp.</p>
---	--	---