

## El rescate a Grecia y el futuro de la zona euro

*Federico Steinberg e Ignacio Molina \**

**Tema:** Ante el riesgo de que Grecia suspenda el pago de su deuda, la UE acordó el 11 de febrero una respuesta política que, además de esbozar un rescate financiero si fuera preciso, puede contribuir al reforzamiento de la gobernanza económica europea.

**Resumen:** Grecia ha incumplido sistemáticamente durante los últimos años sus obligaciones de política fiscal como miembro de la zona euro incurriendo en déficit presupuestarios tan elevados que, a comienzos de 2010, no es inverosímil una hipótesis de suspensión de pagos de su deuda. Algunos Estados miembros de la UE, movidos por el peligro real que ese escenario pudiera representar a los bancos privados acreedores – sobre todo alemanes y franceses–, por el riesgo más o menos remoto de un contagio a otras economías más importantes, o por un indeterminado sentido de solidaridad, han impulsado una operación de rescate financiero para ayudar a Atenas y salvaguardar a la zona euro. La iniciativa fue finalmente asumida por los 27, la Comisión y el Banco Central Europeo con ocasión del Consejo Europeo extraordinario celebrado el 11 de febrero. Más allá de las especificidades del caso griego, el episodio podría tener efectos importantes para fortalecer la coordinación real de las políticas económicas nacionales de la UE, en general, y de la eurozona, en particular.

**Análisis:** Los primeros 10 años de vida del euro fueron tranquilos. El importante reto técnico de sustituir las monedas nacionales por euros fue superado de forma sobresaliente, el Banco Central Europeo (BCE) consolidó rápidamente una gran credibilidad y, aunque el Pacto de Estabilidad y Crecimiento acordado en 1997 nunca logró sancionar a los países que incurrieron en déficit excesivos, su relativa debilidad para disciplinar las políticas fiscales nacionales no parecía plantear problemas importantes para el funcionamiento de la zona euro. Además, ante el estallido de la crisis *subprime* estadounidense a mediados de 2007 y de la crisis financiera global en septiembre de 2008 el euro ha sido un paraguas de estabilidad para casi todos sus Estados miembros. A pesar de que la crisis puso de manifiesto debilidades en su estructura de gobernanza, la propia existencia de la moneda única fue suficiente para evitar ataques especulativos, devaluaciones competitivas, escaladas proteccionistas y conflictos diplomáticos, que en el pasado habían sido las reacciones habituales de las potencias europeas ante las crisis económicas. De hecho, a excepción del Reino Unido, hoy todos los miembros de la UE que no pertenecen a la moneda única están más interesados en incorporarse al euro que en el pasado. E incluso Islandia, uno de los tres países europeos occidentales que permanecían fuera de la UE, solicitó en 2009 su

---

\* *Investigadores principales del Real Instituto Elcano*

adhesión atraído precisamente por la estabilidad que le podía proveer la moneda común, después de haber sufrido el colapso de su sistema bancario.

Sin embargo, cuando todo parecía indicar que las economías europeas comenzaban a dejar atrás la crisis, el posible *default* de Grecia está poniendo a prueba al euro. Así, ante el espectacular aumento de las posiciones inversoras a corto plazo que apuestan por la depreciación de la moneda única, sus tradicionales detractores (sobre todo en EEUU) han llegado a afirmar que puede romperse. Este análisis explica por qué esa posibilidad es casi inexistente, analiza las distintas alternativas a las que se enfrentan la UE y la zona euro para rescatar a Grecia y aventura algunas hipótesis sobre cómo la “tragedia griega” puede condicionar el futuro funcionamiento de la zona euro.

### *Los problemas de Grecia*

Por primera vez en su corta historia de apenas 10 años, el euro se enfrenta a una grave crisis. De hecho, aunque el rescate a Grecia no estaba en el orden del día del Consejo Europeo extraordinario del 11 de febrero de 2010, éste se convirtió finalmente en el tema central a tratar. El objetivo era encontrar una solución al problema dentro de la UE, es decir, sin tener que acudir al Fondo Monetario Internacional (FMI). Y es que aunque permitir que fuera el FMI quien rescatara a Grecia sería cómodo y barato para los miembros de la zona euro (y además alejaría la delicada negociación sobre la condicionalidad de las ayudas a Grecia de Bruselas) pondría de manifiesto que la UE no es capaz de poner su casa en orden sin ayuda externa, lo cual obligaría a plantear incómodas preguntas sobre el sentido de la Unión Económica y Monetaria (UEM).

Aunque la situación es preocupante, no debe exagerarse pues tiene, al menos por el momento, un alcance bastante acotado a Grecia, país que tiene poco más de 10 millones de habitantes y sólo supone un 2,3% del PIB de la zona euro. Pero el pequeño tamaño de la economía griega parece que guarda una relación inversamente proporcional con su catastrófica situación financiera, que se traduce en un déficit público cercano al 13% del PIB (frente al umbral del 3% que se establece en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento) y una deuda pública que casi dobla el límite máximo del 60% fijado por ese mismo Pacto que, en teoría, rige la política fiscal de todos los Estados miembros del euro.

La mala salud de las cuentas públicas griegas no es en absoluto novedosa, pero en otoño pasado, tras la auditoría iniciada por el nuevo primer ministro socialista Giorgios Papandreu, se comenzó a revelar con toda crudeza el alcance del problema, que obviamente se retroalimenta por la crisis financiera internacional. Los intentos de calmar a los mercados durante estos meses con varias iniciativas de consolidación fiscal no han terminado de resultar, en parte por las enormes resistencias políticas internas para aceptar medidas draconianas de austeridad (en esta misma semana han tenido lugar varias huelgas en el sector público griego y en los transportes) y en parte por la limitada credibilidad del gobierno griego, que ya ha “cocinado” sus números en dos ocasiones (la primera para entrar en el euro y la segunda ocultando el actual déficit público). Por ello, desde hace unas semanas las agencias de calificación han rebajado la valoración de la deuda griega, hasta el punto que el diferencial del bono griego con el alemán –que es el de referencia– supera los 360 puntos básicos. De este modo, y ante la perspectiva de un complicado calendario financiero de cara a la próxima primavera cuando se cumplen los vencimientos de gran parte de la deuda griega, ha aumentado el riesgo de que se produzca una suspensión de pagos por parte de Atenas y –lo que es peor– crece la preocupación de un contagio a otros Estados pequeños de la zona euro, como Portugal e Irlanda, o grandes, como Italia y España.

En este punto hay que subrayar que la situación griega es mucho más delicada que la de cualquier otro país de la zona euro. En concreto, quienes afirman que la situación de España se asemeja a la de Grecia están equivocados. A pesar de que España tiene la mayor tasa de desempleo de la zona euro y está experimentando un retraso en salir de la recesión, gracias a que redujo de forma drástica (hasta el 34%) su ratio de deuda sobre el PIB antes de que estallara la crisis, todavía tiene cierto margen de maniobra para financiar su déficit público –algo que le sucede también a Irlanda, pero no a Grecia (con la crisis, la deuda española ha crecido hasta superar el 60% del PIB, pero la griega llega a casi el 115%)–. Además, el sistema financiero español sigue siendo sólido y, gracias a la buena regulación y supervisión financiera del Banco de España, ningún banco español ha necesitado ser rescatado a excepción de Caja Castilla-La Mancha. Por último, el gobierno ha puesto en marcha medidas de ajuste con el fin de recortar su déficit público y situarlo en el 3% exigido por el Pacto de Estabilidad y Crecimiento en 2013, y dichas medidas han sido consideradas como creíbles por los mercados internacionales, algo que no ha sucedido con las anunciadas por Grecia (y así se refleja en el coste mucho menor que supone a España contratar los seguros contra el riesgo de impago –*credit default swaps*–). Esto significa que, por el momento, España no debería tener problemas para hacer frente a los vencimientos de su deuda pública y podrá colocar sin problemas nuevos títulos en los mercados financieros internacionales cuando sea necesario, aunque tendrá que hacerlo a un mayor coste que en años anteriores (el *spread* de la deuda pública española frente al bono de referencia alemán está algo por debajo de los 80 puntos básicos, frente a los 15 antes del estallido de la crisis).

Más allá de esta comparación, lo cierto es que no se vivía una situación financiera tan tensa en la UE desde la tormenta monetaria de 1992, cuando los ataques especulativos contra las monedas “débiles” reventaron el Sistema Monetario Europeo (SME) forzando la salida de la lira y de la libra del mismo, así como las fuertes devaluaciones de la peseta y del escudo portugués. Como el SME establecía un mecanismo de tipos de cambio fijos que tenía como ancla al marco alemán y fue derribado por los inversores, los actuales movimientos en los mercados financieros han llevado a los más alarmistas a hablar de una posible ruptura del euro. Sin embargo, como veremos abajo, ambas situaciones son distintas, porque una moneda única es mucho más que un sistema de tipos de cambio fijos, lo que implica que sus Estados miembros encontrarán mutuamente beneficioso ayudarse entre sí. El fin del euro sólo llegaría si Grecia no pudiera hacer frente a su deuda, nadie acudiría a su rescate y esto produjera un efecto contagio hacia otras economías con problemas. Pero esto no ocurrirá porque, como ya ha afirmado el presidente del Consejo Europeo Herman Van Rompuy, habrá un rescate a Grecia que cortará en seco un posible contagio.

De hecho, los inversores son conscientes de ello, y se están limitando a apostar por la depreciación del euro, no necesariamente por su ruptura. Ven la posibilidad de conseguir beneficios endeudándose en euros, vendiéndolos luego por otras monedas fuertes, esperando a que la depreciación del euro se materialice y devolviendo luego los préstamos en euros depreciados. De hecho, si muchos inversores hacen esto al mismo tiempo habrán provocado ellos mismos la depreciación, en lo que se conoce en el argot económico como una profecía auto-cumplida. Pero al igual que cuando el dólar se deprecia, EEUU no se rompe, una depreciación del euro no tiene por qué implicar el fin del proyecto de Unión Monetaria y, además, hasta podría venir bien para dinamizar las exportaciones de la euro zona (recordemos que una de las constantes críticas de Francia

---

al BCE es que no tiene en cuenta que la fortaleza del euro dificulta la recuperación económica en Europa).

#### *Cómo instrumentar el inevitable rescate a Grecia*

Como se ha señalado, el rescate a Grecia es inevitable. Y lo es por varias razones: (1) porque la ruptura del euro sería mucho peor para todos sus miembros que tener que sufragar el coste del rescate (piénsese que no existe un procedimiento para que un país abandone el euro y, si lo hiciera, además de tener que abandonar la propia UE, crearía una crisis institucional sin precedentes); (2) porque el coste del rescate es relativamente pequeño dado el peso de la economía griega en la zona euro; y (3) porque gran parte de la deuda griega está en manos de bancos europeos (sobre todo alemanes) que, si sufrieran pérdidas por el *default* griego, podrían quebrar y tendrían a su vez que ser rescatados por sus gobiernos, lo que podría truncar la incipiente recuperación.

Por todo ello, Europa –impulsada en este caso por Angela Merkel y Nicolas Sarkozy, con la autoridad que les otorga estar al frente de sus respectivos países y sin ejercer formalmente el liderazgo institucional de ninguna de las instituciones de la Unión– han decidido asumir el reto y rescatar a la economía griega. Si los mercados no quieren comprar la deuda griega, ciertos gobiernos europeos acudirán al rescate y evitarán, de paso, la alternativa del FMI que es, en cambio, la preferida por los miembros con moneda propia como el Reino Unido y Suecia.

Es cierto que el Tratado de Funcionamiento de la UE incluye el artículo 122.2, conocido como cláusula de no *bail-out* que prohíbe los rescates financieros tanto por parte del BCE como por parte de la Unión (dichos rescates se permiten sólo en casos de sucesos excepcionales que escapen al control de los gobiernos, y es obvio que una indisciplina presupuestaria que dura más de 10 años no es excepcional ni escapa al control del gobierno). Además, el rescate plantea un problema de riesgo moral contra el que tanto ha luchado el BCE: si Grecia es rescatada, ¿no habrá un incentivo para que otros países (o a la propia Grecia) se comporten de forma fiscalmente irresponsable en el futuro? Sin embargo, por los motivos expuestos arriba, la cláusula de *no bail-out* resulta poco creíble porque va en el interés de los propios países de la zona euro rescatar a su vecino en problemas, lo que los llevará a sortear los impedimentos legales para buscar la forma jurídicamente válida de hacerlo.

Así, más que por asistencia financiera directa de la Comisión, parece que se optará –si al final Grecia realmente lo necesitase, ya que el mero anuncio de la determinación al rescate puede ser suficiente– por una ayuda de tipo bilateral entre Estados que incluya préstamos a los que va asociada una dura condicionalidad, o el aval alemán a nuevas emisiones de deuda griega o la compra de la deuda griega por parte de los otros países. Incluso se ha planteado la posibilidad de crear un nuevo Fondo Monetario Europeo, aunque la iniciativa no parece que vaya a materializarse. Una vez concertada la solución por Francia y Alemania, la estrategia se perfiló por los 16 países del eurogrupo –presididos por el luxemburgués Jean-Claude Juncker–, obtuvo el visto bueno de la Comisión y del BCE, y sólo fue elevada en el último momento a los 27 para reforzar el apoyo político. Pero Alemania ha dejado bien claro que la solidaridad europea no librá a la pecadora Atenas de una penitencia de larga austeridad en el gasto público y de reformas estructurales, ya que las condiciones de la ayuda no serán mucho más generosas que las que estipularía una posible intervención del FMI y, desde luego, ya no es posible librarse del daño que la crisis ha causado a su credibilidad como país.

---

## Conclusión

### *Mirando hacia delante*

Más allá de cuál sea la forma en que finalmente se materializa el rescate a Grecia, esta situación pone de manifiesto algunos problemas, tanto en el funcionamiento como en la estructura de gobernanza de la moneda única, que habrá que afrontar en el futuro.

Por una parte, una vez que se produzca este primer rescate, sería bueno que se estableciera un protocolo que regulara este tipo de situaciones ante la eventualidad de que se repitan en el futuro. Dicho protocolo reduciría la incertidumbre (y con ella la volatilidad en los mercados de renta fija) y, lejos de mostrar que la gobernanza de la zona euro es deficiente, pondría de manifiesto que el euro es un proyecto dinámico, en continua mejora y que aprende de los retos a los que se enfrenta. De hecho, en la actualidad no existe este protocolo porque cuando se diseñó el euro no se contempló la posibilidad de que la peor crisis en 80 años fuera a producirse en el décimo aniversario de la moneda única.

Por otra parte, el problema griego también pone de manifiesto que la Unión Monetaria funcionaría mejor si se fortaleciese el poder de la Comisión tanto en lo relativo a la coordinación fiscal entre los países europeos como en el ámbito de las reformas estructurales. Por ejemplo, si Grecia (o también España e Italia) hubiera hecho reformas para aumentar la competitividad de sus exportaciones durante los últimos años en la actualidad se encontrarían en una situación mucho mejor. Asimismo, si Alemania hubiera hecho un mayor estímulo fiscal al principio de la crisis, o si existieran mecanismos institucionales a nivel europeo para conseguir que su consumo interno fuera mayor (y, por tanto, su superávit externo menor), países como Grecia, España y Portugal habrían tenido una mayor demanda externa que habría evitado que acumularan unos déficit públicos tan elevados. Algunas de estas deficiencias de funcionamiento son las bien conocidas condiciones necesarias para el buen funcionamiento de una unión monetaria. Cuando Paul Krugman subraya que el euro tiene problemas de funcionamiento se está refiriendo a que los países del euro deberían intentar resolver algunos de estos retos (que políticamente pasan por dar mayor poder al Eurogrupo y a la Comisión), no que la moneda única sea un fracaso o que sus Estados miembros estarían mejor sin ella y que deberían abandonarla para poder devaluar.

Aunque muchas de estas reformas requieren de una mayor cesión de funciones de soberanía a Bruselas –algo que en este momento no parece que los países puedan asumir–, también es cierto que el nuevo Tratado, combinado con voluntad política, puede dar mucho de sí. De hecho, Grecia ha sido el primer Estado miembro al que se le va a aplicar el artículo 121 del Tratado, que señala que la Comisión podrá dirigir advertencias a un Estado cuando “se compruebe que la política económica de un Estado miembro contradice las orientaciones generales que ponen en peligro el funcionamiento de la unión económica y monetaria”. Y el Consejo Europeo extraordinario, a falta de precisión, se ha cerrado con una corta declaración política que, sin embargo, implica la voluntad de coordinar mejor a partir de ahora la fijación de los objetivos de política económica y de reforzar la vigilancia de su cumplimiento.

En cualquier caso, la crisis griega abre la posibilidad de que los países del euro vuelvan a replantearse cómo hacer que el gran logro que significa la moneda única pueda ser mejorado. Tal vez aprovechen esta oportunidad.

*Federico Steinberg e Ignacio Molina*  
*Investigadores principales del Real Instituto Elcano*