

# Una alternativa progresista

Una respuesta a la crisis  
económica e institucional  
de España

**Jonás Fernández**

**DEUSTO**

# Una alternativa progresista

Una respuesta a la crisis económica  
e institucional de España

**JONÁS FERNÁNDEZ**



EDICIONES DEUSTO

# Índice

---

<b>Prólogo, por Carlos Solchaga</b> .....	9
<b>Nota de agradecimientos</b> .....	27
<b>Introducción</b> .....	35
<b>I. La crisis de la eurozona y la reforma de Europa</b>	41
Breve historia de los sistemas de tipo de cambio .....	44
El inicio: la crisis financiera de Estados Unidos .....	60
La crisis de la eurozona .....	65
Las respuestas nacionales a la crisis .....	73
La respuesta europeísta .....	79
Una aproximación al debate político .....	88
Conclusiones .....	92
<b>II. Las reformas económicas</b> .....	97
El debate sobre el rescate .....	99
La reforma del sector financiero .....	106
Ante la urgente reforma fiscal .....	114
La reforma del mercado de trabajo .....	126

La reforma energética .....	138
Una nueva política industrial .....	148
La reforma empresarial: más competencia .....	155
Conclusiones .....	160
<b>III. La reforma del Estado de Bienestar .....</b>	<b>163</b>
La reforma del sistema de pensiones .....	165
La reforma del sistema sanitario .....	172
La reforma educativa .....	176
Ante la pobreza creciente .....	183
Conclusiones .....	187
<b>IV. La reforma de la Administración .....</b>	<b>191</b>
La nación y el ejercicio de la soberanía .....	194
La reforma competencial .....	198
La reforma del sistema de financiación .....	205
El engarce federal del modelo.....	211
La reforma del Poder Judicial .....	218
Conclusiones .....	222
<b>V. La reforma de la política .....</b>	<b>229</b>
El funcionamiento orgánico de los partidos políticos	233
El fruto necesario de este modelo organizativo .....	248
El debate sobre la reforma electoral .....	250
Por una reforma orgánica de los partidos .....	257
Vías complementarias para la reforma democrática	264
Conclusiones .....	269
<b>Conclusiones. Una alternativa progresista .....</b>	<b>275</b>
<b>Bibliografía .....</b>	<b>283</b>

# I

---

## **La crisis de la eurozona y la reforma de Europa**

La crisis económica ha situado el proyecto europeo ante un desafío institucional trascendente que exige de nuevos pasos hacia una integración más profunda. Esta crisis se inició en Estados Unidos en el verano de 2007, pero la caída de Lehman Brothers en septiembre de 2008, acabó por internacionalizarla con la paralización absoluta de los mercados financieros globales. Esa ruptura del modelo de financiación internacional golpeó a todas las economías, pero especialmente a aquellas con elevados déficits exteriores que necesitaban de financiación ajena para cubrir sus gastos.

Desde entonces, la economía norteamericana ha venido recuperándose, aunque lentamente, y las economías emergentes, que lograron sortear la crisis de Estados Unidos con mejor tino que en el pasado, llevan ya varios años de crecimientos sostenidos. Sin embargo, Europa, más concretamente la zona euro,

parece empantanada en una situación crítica que amenaza la supervivencia de la propia moneda única.

Esta crisis económica golpeó en primer lugar, dentro de la zona euro, a aquellas economías más endeudadas que, como ocurría con Estados Unidos, necesitaban de un flujo permanente de financiación exterior. En Europa esa financiación para los países deficitarios fue provista por otros países dentro de la misma unión monetaria y no por terceros, como en el caso norteamericano. Esta diferencia, como se verá más adelante, es crucial.

En todo caso, la primera interpretación de la crisis, que comenzó asolando a las economías periféricas, situaba las causas de la recesión en errores particulares de los propios países en dificultades: la débil posición fiscal en Grecia, la reducida competitividad en Portugal o el tamaño excesivo del sector financiero en Irlanda. Estos problemas eran esencialmente nacionales y las autoridades de cada país deberían abordarlos con ajustes fiscales y una agenda propia de reformas virtuosas. Así pues, responsabilidades individuales y, por lo tanto, resoluciones nacionales.

Sin embargo, la crisis se ha expandido ya por toda la unión monetaria y golpea con fuerza el corazón del área. Además, la extensión de la crisis no es reflejo de un empeoramiento de la situación en los países periféricos que exija un recrudecimiento del tratamiento, sino el resultado de una crisis sistémica que, con independencia de su inicio, está predestinada a afectar a toda la unión, en ausencia de reformas globales del conjunto de la eurozona.

En este libro se argumenta que la crisis de los países periféricos de la zona euro se debe esencialmente a la naturaleza de un área monetaria incompleta, que se parece más a un simple acuerdo de tipo de cambio fijo entre las antiguas monedas nacionales que a una auténtica unión económica. Es cierto que cada país ha desarrollado después sus propios errores, que explican los distintos perfiles nacionales de esta crisis, pero todos ellos comparten una base común. Por ello, el objetivo de la política económica no debiera responder a una visión en clave nacional de la crisis, sino a una interpretación holística de la situación, porque si el incompleto marco institucional de la eurozona es el principal responsable de esta crisis, no existe salida a la misma sin una revisión profunda de tal modelo, condición necesaria para ampliar los instrumentos de política económica para combatirla.

De este modo, el debate político no debería centrarse en la discusión entre políticas de demanda y políticas de austeridad, sino entre la superación de la interpretación nacional de la crisis y el impulso a una agenda de reformas paneuropea. El objetivo es trascender el modelo de tipo de cambio fijo para alcanzar una versión genuina de unión económica. Ésta debe ser la auténtica discusión.

Quizá este capítulo sea la sección del libro con mayor contenido económico y cierta complejidad técnica. No obstante, entender bien las razones de la crisis económica resulta fundamental para explicitar luego las estrategias de salida. Por ello, solicito al lec-

tor un esfuerzo inicial que espero sea recompensado al término de la lectura completa del libro.

### **Breve historia de los sistemas de tipo de cambio**

Durante la anterior fase «globalizatoria», a finales del siglo XIX y hasta el inicio de la primera guerra mundial, los países organizaron su sistema de pagos internacional con base en el modelo conocido como patrón oro. Cada Estado anclaba su moneda con un tipo de cambio fijo en términos de oro, de modo que el número de «billetes» en circulación dependía directamente de la cantidad de oro existente en las reservas del país. En muchos casos, las propias monedas eran de oro, de modo que la relación era unívoca.

El sistema supuestamente era estable por definición siguiendo su modelo teórico. Cuando una economía registraba un saldo exterior positivo, las exportaciones superaban a las importaciones de modo que se producía una entrada neta de oro. Con una mayor dotación de reservas de oro, se podía emitir más moneda bajo el tipo de cambio fijo entre ésta y el propio oro. Sin embargo, al aumentar la masa monetaria, los precios se ajustaban al alza de forma correspondiente. Esta inflación generada por el superávit comercial reducía la competitividad de las exportaciones y elevaba el atractivo de las importaciones. De este modo, el superávit exterior se corregía automáticamente, procediendo a una salida neta de las reservas de oro, reduciendo



así el dinero en circulación y, por lo tanto, el nivel de precios.

De forma simétrica, las economías con déficit en su saldo comercial veían como sus importaciones superaban a sus exportaciones y para pagar esa diferencia se producía una salida neta de oro del país. Al reducirse el nivel de oro, se restringía el dinero en circulación y, por lo tanto, los precios se reducían. Esta deflación mejoraba la competitividad exterior, haciendo crecer las exportaciones y comprimiendo las importaciones, de modo que el antiguo déficit comercial se transformaba en superávit y se equilibraban de nuevo las reservas, la masa monetaria y el nivel de precios.

Así pues, bajo un modelo de patrón oro el sistema de pagos internacional debería ser estable, anclado en tipos de cambio nominales fijos entre todas las monedas y el oro y, por ello, entre las propias monedas entre sí. Como resultado, los países no acumulaban *stock* de deudas externas insostenibles, asegurando así el equilibrio del conjunto del sistema.

En todo caso, este modelo exige para su buen funcionamiento una flexibilidad plena del mercado, de tal modo que los precios respondan con rapidez al volumen de dinero en circulación, es decir, puedan bajar y subir sin restricción institucional (o psicológica) alguna. La inflación o deflación es clave para reorientar a las economías hacia el equilibrio. Y esta flexibilidad es necesaria también para evitar comportamientos oportunistas de los gobiernos que pudieran llevarles a imprimir más moneda que la que

debieran a partir de sus reservas. Esta creación artificial de dinero podría elevar el crecimiento a corto plazo si los precios no responden con rapidez. La mayor emisión de moneda activaría una burbuja que acabaría en una recesión una vez que el mercado descontara la actuación ilícita de las autoridades.

De este modo, el patrón oro exige unos condicionantes muy estrictos que no suelen cumplirse en la realidad. Estos problemas son la raíz de crisis recurrentes que se suceden en este tipo de modelos cambiarios. En este sentido, los mercados no suelen ser tan flexibles como requiere el modelo, de modo que los gobiernos pueden alterar la masa monetaria, estimulando el crecimiento sin efecto sobre la inflación a corto plazo. Estas intervenciones generan fases alcistas de la actividad en las que los países acumulan déficits exteriores y, por lo tanto, deuda frente al resto del mundo. Estos desequilibrios pueden no corregirse automáticamente si la inflación tarda en reflejar el crecimiento artificial de la masa monetaria. En ese caso, la deuda exterior continúa acumulándose más allá de niveles sostenibles, hasta un punto en que los agentes económicos comienzan a dudar de la capacidad de las autoridades para respaldar con sus reservas toda la masa monetaria en circulación al tipo de cambio fijo. Cuando se da ese caso, los acreedores internacionales temerán que el país pueda devaluar su moneda en algún momento, de modo que su probabilidad de cobro se reduce. Es ahí cuando esa moneda comienza a sufrir presiones depreciatorias, dado que nadie querrá tal moneda en

su cartera y la inflación, reprimida durante la creación de la burbuja, acabará golpeando al conjunto de la economía, amplificada por la depreciación del tipo cambio.

Para combatir esta presión, el gobierno en cuestión tratará de recuperar la credibilidad de su tipo de cambio, es decir, la equivalencia entre sus reservas y el dinero en circulación. Para ello, los tipos de interés en su propia moneda aumentarán, dado que los inversores deberán cubrir ese nuevo riesgo de ruptura del tipo de cambio exigiendo una rentabilidad mayor a sus créditos. Asimismo, la política fiscal tendrá que ser también restrictiva para evitar acumular más deuda y, por otra parte, para contener las presiones inflacionistas, intentado forzar una reducción de precios que mejore la competitividad. Así pues, la política económica debería focalizarse en reducir el nivel de precios de modo que se genere un superávit exterior. Ese saldo positivo permitiría comenzar a reducir la deuda externa, acumulada de manera insostenible durante la burbuja, y mejorar la credibilidad del tipo de cambio fijo.

Sin embargo, esta deflación, puesta en relación con la deuda contraída, puede hacer imposible su amortización, a no ser que el repunte de la actividad vía exportaciones sea muy potente y se produzca a corto plazo. Si esto no se sustancia, normalmente, los países deben acabar por reconocer su imposibilidad para restituir la relación reservas-dinero en circulación, lo que conduce a una devaluación (una ruptura del acuerdo de tipo de cambio fijo) y a un

impago total o parcial de la deuda exterior, a la que ya no se puede hacer frente bajo el nuevo tipo de cambio. Como resultado, la pobreza aumenta, la reputación del país desaparece y sólo las exportaciones podrán volver a reanimar el crecimiento.

Con independencia de estas crisis endógenas, que sufren los sistemas de tipo de cambio fijo sobre economías no muy flexibles, el modelo presenta otro pecado original que puede precipitar de igual modo crisis recurrentes. La masa monetaria de todo el sistema acaba dependiendo del nivel de oro, que obviamente no es constante. No sólo eso. Su producción es procíclica. Aunque el modelo pareciera estable, en las fases alcistas el precio del oro aumenta y esto incentiva la explotación en el sector minero. A su vez, las nuevas explotaciones hacen aumentar las reservas de oro, lo que permitiría un incremento en la acuñación de moneda. Esto aumenta a su vez la masa monetaria, elevando el nivel de precios y erosionando así la posición competitiva del país, lo que amplifica el déficit exterior. Sin embargo, si la actividad minera sigue proveyendo de oro al sistema, el modelo puede seguir funcionando con altas inflaciones y crecientes déficits exteriores, contrayendo así una deuda insostenible con el resto del mundo. Este proceso acaba por explotar en cuanto el mercado descuenta la incapacidad de ese país para hacer frente a la deuda acumulada, precipitando la recesión. Así, cuanto más se recalienta una economía, más masa monetaria se genera alimentando un círculo vicioso.

De igual modo, en plenas recesiones, los proyectos de inversión en nuevas explotaciones mineras se paralizan, lo que afecta a la masa monetaria en circulación. Aun cuando se recupere competitividad vía deflación interna, crisis profundas y duraderas tras este tipo de burbujas impiden que el dinero en circulación aumente dado que la explotación minera se paraliza.

Por todo ello, los modelos de patrón oro son cosa del pasado. Por una parte, la flexibilidad plena de los mercados está muy lejos de las actuales características económicas. Por otra parte, el modelo depende directamente del oro, cuyo ritmo de explotación es procíclico, lo que acaba amplificando las burbujas y las recesiones.

En todo caso, este modelo de patrón oro condujo la primera ola «globalizatoria». La certidumbre en la estabilidad de los tipos de cambio nominales ayudaba a canalizar el comercio internacional que, por otra parte, se veía libre de aranceles (que comenzaron a prosperar décadas después). Muchas de las propias monedas nacionales, con las que se realizaban los pagos, eran de oro u otros metales, de tal manera que el equilibrio entre la masa monetaria y las reservas de oro era unívoco, impidiendo así políticas de tipo de cambio de los bancos centrales, muchos de los cuales no existían aún. Además, los gobiernos gestionaban presupuestos equilibrados, dado que apenas existían políticas de gasto público.

Occidente estaba conformado por un grupo de economías nacionales conectadas a través de un co-

mercio internacional relativamente liberalizado, con tipos de cambio fijos y con variaciones en el nivel de precios que respondían a la evolución de la masa monetaria en circulación (reservas de oro), equilibrando automáticamente los desequilibrios exteriores. Sin embargo, la primera guerra mundial acabó por romper el sistema.

El conflicto bélico condujo a los gobiernos a imprimir más dinero que el sustentado por sus reservas de oro para financiar la contienda. A medio plazo, esta operación minó la confianza de los agentes económicos en el auténtico valor de las monedas nacionales. La incertidumbre sobre la relación entre las reservas de oro de los países y su masa monetaria fue en aumento, de modo que los inversores comenzaron a deshacerse de las monedas en cuestión, generando una típica crisis de balanza de pagos. Finalmente, los países no tuvieron más remedio que reconocer la «manipulación» del modelo y comenzaron a depreciar el tipo de cambio oficial de sus monedas, disparando las tensiones inflacionistas, que acabaron por destrozar el sistema.

Una vez acabada la guerra, los países intentaron restituir un modelo similar al patrón oro, pero nunca volvió a ser el mismo. En 1922 se instituyó en la Conferencia de Génova el patrón cambio-oro. Bajo este modelo, todas las monedas quedaban ancladas con un tipo de cambio fijo a la libra esterlina y al dólar. Estas últimas eran a su vez convertibles directamente al oro también a un tipo fijo. Los bancos centrales de cada país, cuya fundación como institución data de esos años, tenían el compromiso de velar por el

mantenimiento de esos tipos de cambio. En este sentido, debían controlar la masa monetaria emitida en su moneda nacional para mantener la equivalencia con sus reservas. Es decir, la política monetaria respondía al mantenimiento de los tipos de cambio fijo y no tenía formalmente relación alguna con la tasa de crecimiento de la economía. Sin embargo, el modelo tampoco funcionó correctamente. Existen distintas versiones sobre los errores que acabaron por destruir en pocos años el sistema.

En primer lugar, hay quien defiende que los países con saldos exteriores positivos no fueron estrictos en la gestión de su tipo de cambio, permitiendo crecimientos de la masa monetaria a tasas aún más elevadas que las sostenibles con sus reservas. Aquellos países deberían haber registrado crecimientos mayores de la inflación, pero los precios ya no eran tan flexibles como en el pasado, y los bancos centrales no deprimieron el aumento de la masa monetaria.

En segundo lugar, hay quien apunta a que los problemas se acumularon en los países con saldos exteriores negativos. Las deudas contraídas durante la primera guerra mundial y especialmente tras los acuerdos de paz, que fijaron unas multas para los países perdedores —particularmente para Alemania— muy elevadas, situaron sus pasivos totales en unas cifras de gestión imposible. Para hacer frente a tales pagos, bajo el modelo de tipo de cambio fijo, los gobiernos tenían incentivos a imprimir más moneda que la sustentada por sus reservas, sobre todo si los precios no respondían a corto plazo a ese aumento

de la masa monetaria. Este mecanismo produjo a su vez burbujas en esas economías europeas que elevaron la incertidumbre sobre la convertibilidad de las monedas, sobre la capacidad de los bancos para hacer frente a sus pagos y finalmente sobre el conjunto del sistema. Como era previsible, todo ello acabó disparando una ola de hiperinflación. En Alemania, bajo este entorno, la confluencia de intereses de la burguesía, fuertemente atacada por la inflación de los años veinte pero temerosa de la revolución, y de una parte importante del proletariado permitió la llegada al gobierno del partido nazi.

En tercer lugar, otra línea de crítica apunta al desequilibrio inicial con el que partió el modelo, dado que los tipos de cambio fijos establecidos entre los países no respondían a la capacidad de compra de cada moneda, alterando con ello los flujos comerciales y reorientando la acumulación de reservas de manera artificial. Además, algunos países comenzaron a desplegar políticas comerciales activas (aranceles, cuotas, etc.), dificultando así el funcionamiento ordinario del modelo.

En cualquier caso, con independencia del diagnóstico acertado, una vez iniciado el crac, ya fuera por la ruptura de la burbuja en los países acreedores ya por la detección del «fraude» en los países deudores, el modelo exigía políticas monetarias restrictivas que restituyeran el equilibrio del tipo de cambio y, por lo tanto, contrarias al crecimiento. En ambos casos, la solución pasaba por reducir la oferta monetaria para restituir el tipo de cambio fijo, equilibrar los



presupuestos nacionales para evitar elevar la presión sobre los precios y la deuda, y profundizar así en una economía deflacionista.

Éstas fueron las políticas que se aplicaron primero en Estados Unidos y después en el resto de países tras el crac financiero de 1929. El resultado de todo ello fue la Gran Depresión, marcada por una deflación intensa, el empeoramiento de los niveles de endeudamiento real, la quiebra extendida de entidades financieras y un desempleo masivo. Estas políticas prevalecieron en general hasta el inicio de la segunda guerra mundial, contribuyendo, sin duda, a precipitarla.

Esta espiral recesiva sólo pudo superarse olvidando el objetivo de tipo de cambio y, por lo tanto, el patrón cambio-oro y fijando el crecimiento a corto plazo como prioridad a través de políticas fiscales y monetarias aun a costa de generar inflación, que ayudaba, por otra parte, a licuar las deudas.

Una vez que los aliados en la segunda guerra mundial se vieron vencedores, se empezó a organizar un nuevo acuerdo para el futuro. En 1944 se celebró la Conferencia de Bretton Woods, en la que se instituyó un nuevo sistema financiero internacional, el patrón dólar, inspirado en gran medida en la corrección de los fallos de la política financiera y cambiaria del período de entreguerras. En este caso, todas las monedas establecieron un tipo de cambio fijo respecto al dólar y de éste respecto al oro. Se permitió la restricción de la libertad de movimientos de capitales y se creó el Fondo Monetario Internacional (FMI), que podía asistir financieramente a países con crisis

de balanza de pagos. El modelo venía a replicar el patrón oro pero bajo un entorno institucional regulado con el objetivo de evitar crisis financieras.

Durante la puesta en marcha de este sistema, Estados Unidos, cuyo dólar era la moneda de reserva, registró déficits exteriores permanentes, necesarios entre otras cosas para ofrecer liquidez suficiente al resto del mundo. Estos déficits elevaron la deuda exterior del país, que repuntó con fuerza con las políticas presupuestarias expansivas a principios de los años sesenta para sufragar la guerra de Vietnam y el desarrollo de las políticas sociales de la Administración Johnson. Todo ello redujo la credibilidad del dólar, que acabó depreciando su tipo de cambio respecto al oro en 1968.

Después, en los primeros años setenta, implosionaron las crisis del petróleo, que acabaron por dinamitar el consenso keynesiano que había regido la política económica desde la segunda guerra mundial. La subida de costes, derivada del incremento del precio del petróleo, se enfrentó a una estructura económica con fuertes monopolios en sectores estratégicos y una flexibilidad en el conjunto de la economía muy reducida. Estas empresas mantenían rutinas pautadas de producción bajo un reparto acordado del excedente entre capital y trabajo. El gobierno protegía tales sectores con todo tipo de herramientas. El resultado era una economía estable que había logrado reconducir a los países tras la destrucción de la segunda guerra mundial de nuevo a su frontera de posibilidades de producción pero con problemas nota-

bles de flexibilidad. Bajo tal modelo, la inflación fruto del *shock* petrolero fue letal. En un primer momento, hubo administraciones públicas que asumieron parte de la inflación de costes, elevando así el déficit público de un modo permanente. Además, la inflación, que se trasladó al mercado, alimentó aumentos adicionales de salarios, generando una espiral inflacionista incentivada también por los déficits públicos crecientes, mientras las empresas apenas respondían al nuevo escenario ante la protección del sector público. De este modo, las autoridades respondieron a la crisis con políticas expansivas pero, dada la falta de flexibilidad del mercado, sólo servían para aumentar la inflación. Este entorno caracterizado por la recesión y la inflación, algo desconocido previamente, se denominó «estanflación».

Esta crisis sólo fue superada cuando las autoridades monetarias centraron su atención en la inflación, mientras las gubernamentales relajaban las condiciones monopolísticas de muchos mercados para facilitar la competencia y evitar una traslación directa de los costes o del impulso público de la demanda al nivel de precios. Bajo este modelo los tipos de cambio debían tener libertad de flotación, para evitar comprometer a los bancos centrales en la intervención en los mercados de divisas, en la medida que esto pudiera interferir en la misión central de controlar la inflación. Las monedas dejaron de estar respaldadas por otra cosa que no fuera la confianza y los mercados de divisas pasaron a fijar los tipos de cambio. A esta conclusión se llegó tras observar que los

sistemas de tipo de cambio fijo podían generar la estabilidad necesaria a corto plazo para canalizar el comercio internacional, pero tenían graves problemas endógenos que acababan desembocando en crisis profundas.

En Europa, tras la ruptura de Bretton Woods, se creó el Sistema Monetario Europeo (SME) en 1979. El modelo permitía la fluctuación libre de las monedas dentro de unas bandas objetivo con la intervención discrecional de los bancos centrales. Éstos debían intervenir en los mercados de divisas, comprando y vendiendo, para mantener el tipo de cambio dentro de las bandas de fluctuación. Si el mercado vendía masivamente la moneda de su país, lo que generaba fuertes presiones depreciatorias de modo que el tipo de cambio estuviera en riesgo de salir de la banda de fluctuación, el banco central debía comprar su propia moneda y vender divisas internacionales. Si por el contrario, el mercado compraba con fuerza la moneda local y ésta se apreciaba hasta niveles cercanos a los límites, el banco central debía vender su propia moneda y comprar divisas para equilibrar la situación. Asimismo, si estas intervenciones no eran suficientes, los bancos centrales podían bajar y subir los tipos de interés como herramienta para estabilizar los tipos de cambio en las propias bandas de fluctuación, sujetos a su vez a su impacto sobre la actividad y la inflación en un complejo equilibrio.

Además, se constituyó una moneda común, el ecu, que era una cesta de las monedas nacionales que participaban en el acuerdo como unidad de refe-

rencia última. Así, ya no se anclaba el modelo en el oro o en la moneda de un país, ya que uno y otro ejemplo en el pasado habían generado crisis endógenas. En el fondo, el valor del dinero lo otorgaba la confianza en que fuese aceptado por el mercado, y los bancos centrales se ocupaban de gestionar su liquidez. Por último, se creó un fondo común de asistencia a los distintos bancos centrales por si se necesitaban divisas en la gestión de su tipo de cambio ante crisis agudas.

Por todo ello, se rompía el modelo de tipos de cambio fijo pero se mantenía una cierta estabilidad del valor de las monedas dentro de unas bandas de fluctuación para facilitar el comercio en el interior de la, entonces, Comunidad Económica Europea.

El sistema estuvo funcionando razonablemente bien e integrando nuevas monedas hasta principios de la década de los noventa. En la reunificación de Alemania, las autoridades de la República Federal (RFA) tuvieron que decidir qué tipo de cambio se establecía entre los marcos del oeste y los del este. En una decisión estrictamente política, se decidió reconocer el mismo valor a ambos marcos. Sin embargo, atendiendo sólo a criterios económicos, los marcos orientales deberían haberse canjeado por un menor número de marcos occidentales, de modo que el equilibrio acordado supuso un incremento extraordinario de la masa monetaria y, con ello, de la inflación.

Hay que valorar adecuadamente esta decisión. Si el gobierno de la RFA hubiera establecido un tipo de cambio de mercado, los ciudadanos de la Alemania

comunista habrían perdido una parte sustancial de sus ahorros. La decisión tomada repartió los costes de la integración entre todos los alemanes en la medida que el incremento de los precios, que erosionó la capacidad de compra de sus ahorros, afectó a todos y no sólo a los residentes en la antigua República Democrática Alemana (RDA). A veces, la política tiene razones que van más allá de las cuestiones económicas, y así debe ser, aunque hay que conocer los efectos económicos indeseados de toda decisión para intentar minimizarlos en lo posible.

El problema es que tales costes se repartieron más allá del ámbito de soberanía de Alemania a través del sistema cambiario. La inflación local en Alemania la obligó a elevar los tipos de interés, lo que atrajo capitales del exterior, dada la mayor rentabilidad relativa. Esto generó fuertes tensiones apreciatorias sobre el marco, mientras que el resto de monedas de la región sufría presiones depreciatorias, dada la salida de capitales de estos países hacia Alemania. En este caso, los bancos centrales del resto de Europa se vieron obligados a subir también sus tipos de interés para mantener los tipos de cambio dentro de las bandas oficiales de fluctuación. Este endurecimiento de la política monetaria a escala continental tuvo un efecto recesivo inmediato, especialmente en aquellas economías más endeudadas.

La subida generalizada de los tipos condujo al conjunto de Europa a la recesión. Italia y el Reino Unido respondieron con su salida del SME en 1992 para poder depreciar sus monedas más allá de las

bandas y no restringir aún más su política monetaria. Un año después, el resto de países acordó una ampliación de los márgenes de fluctuación de los tipos de cambio para contener también las subidas de tipos de interés.

En cualquier caso, el modelo estaba roto y se llegó a un punto crítico que recordaba los problemas de los tipos de cambio fijo. Al final, los tipos de cambio estables eran vitales para canalizar el comercio y profundizar en la unión económica, pero aun con libertad de fluctuación dentro de una banda objetivo, las economías acababan registrando crisis recurrentes. Así pues, la única opción europeísta pasaba por la constitución de una moneda única como vía para acelerar la unión económica de Europa. Es decir, se apostó por un tipo de cambio fijo pero que, a diferencia de los primeros modelos, debería confluir hacia una integración económica total, dado que en una unión económica no existen «crisis de tipo de cambio».

En las uniones económicas nadie duda de la permanencia de todos los territorios en el propio acuerdo, de modo que no existen incertidumbres sobre el tipo de cambio. Además, en una auténtica unión económica los flujos de bienes, servicios, capital y trabajo están amparados por un marco regulatorio común, al menos en lo sustancial. Asimismo, hay mecanismos de cooperación fiscal entre los territorios que limitan los daños de potenciales complicaciones. Es decir, no es posible una crisis de balanza de pagos entre Extremadura y Cataluña o entre California y Arizona. Tales territorios conforman una

unidad de mercado donde este tipo de crisis no son posibles por definición.

Ahora bien, una moneda única sin una integración profunda de los mercados suponía una versión renovada de los acuerdos de tipos de cambio fijo, que como se ha observado en la historia generan burbujas de manera endógena, con un pronóstico complicado.

### **El inicio: la crisis financiera de Estados Unidos**

En el verano de 2007 estalló la crisis de las *subprime* en Estados Unidos, fruto de un repunte en las tasas de morosidad del segmento de hipotecas con mayor perfil de riesgo. Los bancos habían otorgado crédito a clientes con elevado riesgo que luego, a su vez, habían vendido a otras entidades financieras agrupados en productos únicos cuya rentabilidad asociada era el conjunto de los pagos de los intereses de tales préstamos en el futuro.

Estas operaciones no presentan mayores problemas si el mercado analiza correctamente la relación rentabilidad-riesgo de esos paquetes de créditos. Sin embargo, los cálculos en los que se basaba el análisis de riesgo eran erróneos, al no valorar adecuadamente los riesgos sistémicos. Estos riesgos sistémicos se pueden definir como aquella fuente de incertidumbre que no depende exclusivamente de las condiciones objetivas del deudor, sino de las interconexiones entre ellos o con otros factores exógenos. En todo