

PHILIPP BAGUS

LA TRAGEDIA DEL EURO

Traducción de
Luis Alberto Iglesias Gómez



Lectulandia

¿Nos encontramos ante el final del euro? El proyecto del euro está a punto de fracasar. Philipp Bagus, profesor de economía y experto en teoría monetaria y en teoría del ciclo económico, muestra que la crisis del euro es una consecuencia directa de su origen, de las intrigas políticas, de los intereses heterogéneos de los países y del sistema autodestructivo de la moneda única.

Desde el principio, las intenciones que había detrás del euro han sido políticas. Gracias a la moneda única, la clase política francesa quería deshacerse del marco y de la «tiranía» del Bundesbank alemán. Además, los diferentes gobiernos pueden hacer uso del sistema bancario central para financiar sus déficits de manera relativamente descontrolada. El sistema parece una imprenta de dinero que tiene diferentes propietarios que hacen uso de ella según su necesidad. Las consecuencias son la crisis de deuda soberana, la falta de competitividad y de reformas estructurales, la redistribución monetaria y el peligro de una unión redistributiva a escala europea —un nuevo super Estado central—. Así, el euro genera conflictos y se convierte en el destructor potencial de Europa. El autor señala cuáles son las salidas y las alternativas que quedan para los países de la zona euro.

Lectulandia

Philipp Bagus

La tragedia del euro

ePub r1.0

Titivillus 29.06.15

Título original: *The Tragedy of the Euro*
Philipp Bagus, 2012
Traducción: Luis Alberto Iglesias
Retoque de cubierta: Titivillus

Editor digital: Titivillus
ePub base r1.2

más libros en lectulandia.com

Para Eva

AGRADECIMIENTOS

Me gustaría agradecer a Daniel Ajamian, Brecht Arnaert, Philip Booth, Brian Canny, Nikolay Gertchev, Robert Grözinger, Guido Hülsmann, y Robin Michaels por sus sugerencias y comentarios a una versión anterior de este trabajo, a Arlene Oost-Zinner por su cuidadosa revisión, y a Jesús Huerta de Soto por el prólogo. Los errores que pueda haber son míos.

PRÓLOGO

Por Jesús Huerta de Soto

Es un placer presentar el libro de mi colega Philipp Bagus, uno de mis alumnos más brillantes y prometedores. La obra no puede llegar en un momento más oportuno, pues explica cómo el diseño intervencionista de la Unión Monetaria Europea nos ha llevado al desastre.

La actual crisis de la deuda soberana es la consecuencia directa de la expansión crediticia impulsada por la banca europea. A principios de la década de 2000 el crédito aumentó especialmente en los países de la periferia de la UME: Irlanda, Grecia, Portugal y España. Los tipos de interés descendieron notablemente a causa de una abundancia de crédito que vino acompañada de expectativas de inflación controlada y primas de riesgo bajas. Las primeras se debían al prestigio del Banco Central Europeo, por entonces recién creado a imagen y semejanza del Bundesbank. El apoyo implícito de las naciones más fuertes mantenía las segundas artificialmente bajas. El resultado fue un periodo de auge artificial que propició el desarrollo de burbujas y la subida del precio de los activos, como ocurrió en el sector inmobiliario de España. El dinero de nueva creación fue inyectado principalmente en los países periféricos, donde se destinó a financiar un consumo excesivo y proyectos empresariales inviables, sobre todo en sectores como la automoción y la construcción, que habían crecido demasiado. La abundancia de crédito también sirvió para financiar y ampliar Estados del Bienestar insostenibles.

En 2007 comenzaron a manifestarse los efectos microeconómicos que señalaban el final de la etapa de auge financiado por la expansión crediticia sin respaldo de ahorro real. Los precios de los factores de producción subieron, principalmente los de las materias primas y los salarios. La presión inflacionista provocó el alza de los tipos de interés, lo cual obligó a los bancos centrales a moderar su conducta. Finalmente, los precios de los bienes de consumo comenzaron a subir en relación con los de los factores originarios de producción, lo cual reveló que muchas de las inversiones acometidas —gran parte de ellas concentradas en el sector de la construcción— resultaban insostenibles por falta de ahorro real. Las entidades financieras empezaron a sentir la presión de las nuevas circunstancias, dado que las titulizaciones hipotecarias habían sido recogidas directa o indirectamente en sus balances. El inesperado hundimiento del banco de inversión Lehman Brothers terminó por desatar el pánico en los mercados financieros.

Por desgracia, en lugar de dejar que las fuerzas del mercado siguieran su curso, los gobiernos intervinieron para alterar el necesario proceso de ajuste, no solo impidiendo así que la recuperación fuera rápida y completa, sino provocando como efecto secundario la crisis de la deuda soberana de la primavera de 2010. Los

gobiernos decidieron apoyar a los sectores afectados mediante programas de gasto. Así, se concedieron subsidios para la compra de vehículos nuevos con el fin de sostener a la industria del automóvil y se comenzaron obras públicas que apuntalasen la actividad en el sector de la construcción y en el bancario, que había actuado de prestamista para ambos. Por si no bastase con eso, los gobiernos avalaron los pasivos de la banca, nacionalizaron entidades y hasta compraron sus activos o participaciones en ellos. Simultáneamente, el desempleo se disparaba por culpa de la regulación de los mercados de trabajo. Los ingresos fiscales provenientes del impuesto sobre la renta y las cotizaciones a la seguridad social cayeron en picado. El gasto en subsidios por desempleo aumentó. La recaudación por el impuesto de sociedades, inflada artificialmente durante la etapa de auge en sectores como el de la banca, la construcción y la automoción, pasó a ser insignificante. La caída de los ingresos y el aumento de los gastos hicieron crecer el nivel de déficit y de deuda de los gobiernos como consecuencia directa de su respuesta a la crisis provocada por una etapa de auge no respaldada por ahorro real.

El caso de España es paradigmático. El gobierno español subsidió a la industria del automóvil, al sector de la construcción y a la banca, que habían aprovechado la abundancia de crédito de la etapa de bonanza para financiar un fuerte crecimiento. Al mismo tiempo, la rigidez del mercado de trabajo provocó que la tasa oficial de desempleo alcanzase el veinte por ciento. El déficit público asustó a los mercados y al resto de Estados miembros de la Unión Europea, que terminaron por forzar al gobierno a anunciar algunas medidas de austeridad tímidas a cambio de poder seguir financiándose.

En ese momento se hizo evidente una de las “ventajas” de la moneda única. Sin el euro, el gobierno español habría devaluado su moneda casi con total seguridad e imprimido dinero para reducir el déficit, como hizo en 1993. Ello habría alterado drásticamente la estructura de precios y provocado el empobrecimiento inmediato de los españoles, que habrían visto dispararse los precios de las importaciones. Una devaluación hubiera permitido al gobierno seguir gastando sin acometer reformas estructurales. Con el euro, al gobierno español (o a cualquier otro en apuros) le es imposible devaluar la moneda o imprimir dinero para pagar sus deudas. No hay más salida que tomar medidas de austeridad y acometer las reformas estructurales que soliciten la Comisión Europea o Estados miembros como Alemania. Por eso es posible que lleguemos a ver el segundo escenario para el futuro que plantea Philipp Bagus en este libro. Quizá se opte por reformar el Pacto de Estabilidad y Crecimiento y por exigir su cumplimiento, lo que obligaría a los gobiernos de la Unión Monetaria Europea a mantener y aumentar las medidas de austeridad y las reformas estructurales. La presión de países conservadores como Alemania colocaría a la Unión en el camino de las políticas de crisis tradicionales y de los recortes del gasto.

Al contrario que en la UME, en los Estados Unidos se han aplicado los remedios keynesianos contra la recesión. Según esta teoría, la labor del gobierno durante una

crisis consiste en evitar el desplome de la “demanda agregada” mediante políticas de gasto. De ahí que el gobierno estadounidense haya optado por aumentar el gasto público a expensas de incrementar su déficit, y por políticas monetarias tremendamente expansivas encaminadas a “reactivar” la economía. Puede que uno de los efectos beneficiosos del euro haya sido obligar a la UME a caminar por el sendero de la austeridad. Yo mismo he sostenido que la moneda única representa un paso en la dirección correcta, dado que fija los tipos de cambio en Europa y, por tanto, pone fin al nacionalismo monetario y al caos que provocan los tipos de cambio flexibles manipulados por los gobiernos, especialmente en épocas de crisis.

Mi estimado colega Philipp Bagus ha discrepado acerca de mi visión positiva del euro desde los tiempos en que asistía como alumno a mis clases, y nunca ha cesado de señalar correctamente las ventajas de la competencia entre divisas. Cabe entender *La tragedia del euro* como una versión más elaborada de sus argumentos contra la moneda única. Si bien es verdad que el euro ha acabado teóricamente con el nacionalismo monetario en Europa, la pregunta es: ¿cuán estable es la moneda única en realidad? Bagus analiza la cuestión desde dos puntos de vista que representan las dos aportaciones principales del libro: un análisis histórico de los orígenes del euro y otro teórico del funcionamiento y los mecanismos del Eurosistema. Ambos apuntan en el mismo sentido. En el primero, Bagus examina la creación del euro y del BCE y dilucida los intereses de los gobiernos nacionales, de los políticos y de la banca de forma similar a como Rothbard lo hizo en su trabajo sobre la Reserva Federal *The Case against the Fed*. De hecho, este libro bien pudiera haberse titulado *The Case against the ECB*. Al tener en cuenta los intereses políticos y los procesos y circunstancias que condujeron a la introducción del euro, resulta evidente que la moneda única quizá haya sido un paso en la dirección equivocada: la de una moneda paneuropea fiduciaria e inflacionista creada para sortear los límites que la competencia y la política monetaria conservadora del Bundesbank habían impuesto. El análisis teórico del profesor Bagus evidencia aún más si cabe el propósito y el diseño inflacionistas del Eurosistema, denunciándolo como un sistema autodestructivo que propicia la redistribución a gran escala dentro de la UME y la utilización del BCE por los gobiernos para financiar sus déficits. Además, demuestra que la idea de la “tragedia de los bienes comunales”, que yo mismo he aplicado al análisis de la banca con reserva fraccionaria, puede serlo también a un Eurosistema en que los distintos gobiernos se aprovechen del valor de la moneda única.

Me alegra que esta obra vea la luz de la mano de Unión Editorial. El futuro de Europa y del mundo depende de una correcta comprensión de la teoría monetaria y del funcionamiento de las instituciones monetarias. *La tragedia del euro* proporciona poderosas herramientas para entender la historia de la moneda común europea y su perverso diseño institucional, y espero que ayude a provocar el giro hacia una política monetaria responsable en Europa y en el mundo entero.

INTRODUCCIÓN

La reciente crisis del Eurosistema ha hecho temblar a los mercados financieros y a los gobiernos. El euro se ha depreciado fuertemente respecto a otras divisas a una velocidad que ha preocupado a las elites políticas y financieras, que temen perder el control. El boletín mensual del Banco Central Europeo (BCE) de junio de 2010 reconoce que el sistema bancario europeo estuvo al borde del colapso a principios de mayo. Varios gobiernos europeos, incluido el de Francia, estuvieron a punto de suspender pagos. De hecho, el riesgo de suspensión de pagos de algunos bancos europeos, medido por el volumen de permutas de incumplimiento crediticio, se disparó hasta niveles superiores a los registrados durante el pánico que sucedió al hundimiento de Lehman Brothers en septiembre de 2008.

La clase política ha reaccionado a la crisis intentando desesperadamente salvar el proyecto socialista de la moneda fiduciaria común europea. Y lo ha logrado, al menos por el momento. Después de intensas negociaciones se ha creado un “paracaídas de salvamento” sin precedentes dotado con 750.000 millones de euros para sostener a gobiernos y bancos europeos. Al mismo tiempo, sin embargo, el BCE ha comenzado a hacer algo que muchos hubieran considerado imposible: comprar deuda pública, una medida que debilita su credibilidad e independencia^[1]. Ni el público ni los mercados volverán a ver la estructura monetaria de la Unión Monetaria Europea (UME) con los mismos ojos.

La oposición a estas medidas sin parangón es creciente, sobre todo en países donde las políticas monetaria y presupuestaria han sido tradicionalmente conservadoras. Según una encuesta realizada en Alemania, el seis por ciento de los alemanes estaba en contra del fondo de rescate^[2].

No resulta sorprendente que la mayoría de los alemanes deseen volver al marco^[3]. Parecen intuir que están insertos en un complejo sistema donde tienen mucho que perder. Se dan cuenta de que su vida es un continuo ahorrar y apretarse el cinturón mientras los gobiernos de otros países no hacen más que gastar el dinero a lo loco. El programa “Turismo para todos” de Grecia, en que los pobres reciben subvenciones del gobierno para irse de vacaciones, es un ejemplo palmario. Aun en plena crisis, el gobierno griego mantiene el programa, si bien el número de pernoctaciones subvencionadas se ha reducido a dos^[4]. El gobierno griego también mantiene un sistema público de pensiones más generoso que el alemán. Los trabajadores griegos perciben una pensión que puede alcanzar el 80% de su salario medio. La de los alemanes, en cambio, alcanza el 46%, y próximamente solo el 42%. Mientras que los pensionistas griegos reciben catorce pagas anuales, los alemanes solo doce^[5].

Los alemanes consideran el rescate de Grecia una estafa. La operación ha evidenciado las transferencias involuntarias que son intrínsecas a la UME. La

mayoría de las personas, sin embargo, siguen sin entender exactamente cómo y por qué pagan, aunque sospechan que el euro tiene algo que ver en el asunto.

Los socialistas europeos insistieron en el proyecto del euro para afianzar su sueño de formar un estado central europeo, pero la idea está a punto de fracasar. El hundimiento dista de ser mera coincidencia, pues su germen se halla en la estructura institucional de la UME, cuya evolución se expone en este libro. Se trata de una historia de intrigas y de intereses económicos y políticos; un cuento fascinante sobre políticos que luchan por el poder, por tener influencia y por defender sus egos.

CAPÍTULO I

DOS VISIONES DE EUROPA

Desde el principio de la Unión Europea ha habido una lucha entre los defensores de dos visiones distintas: la liberal clásica y la socialista. ¿Cuál de ellas debiera adoptarse? La introducción del euro ha sido clave en las estrategias de estas dos ideas de Europa^[6]. Para entender la tragedia del euro y su historia conviene conocer estas dos concepciones divergentes, así como las tensiones que se han manifestado a raíz de la introducción de la moneda única.

La visión liberal clásica

Los padres fundadores de la UE, Schuman (por Francia, pese a haber nacido en Luxemburgo), Adenauer (por Alemania) y Alcide de Gasperi (por Italia), todos ellos católicos germanófonos, se inclinaban por la visión liberal clásica de Europa^[7]. También eran cristianodemócratas. La visión liberal clásica considera la libertad individual el valor cultural más importante de los europeos y de la cristiandad. Según esta visión los estados europeos soberanos defienden el derecho de propiedad privada y la economía de libre mercado en una Europa de fronteras abiertas donde se permite el libre intercambio de bienes, servicios e ideas.

El Tratado de Roma de 1957 fue el logro principal de la visión liberal clásica de Europa. Reconoció cuatro libertades fundamentales: libertad de circulación de bienes, libertad de oferta de servicios, libertad de movimiento de capitales y libertad de movimiento de personas. El Tratado restableció derechos que habían sido esenciales en Europa en el siglo XIX durante la época liberal clásica, pero a los que se renunció en el tiempo del nacionalismo y el socialismo. El Tratado supuso volver la espalda al socialismo que había dado lugar a los conflictos entre naciones europeas que culminaron con las dos guerras mundiales.

La visión liberal clásica tiene como objetivo restablecer las libertades del siglo XIX. La libre competencia sin barreras de entrada debería prevalecer en un mercado común europeo. De acuerdo con esta visión, nadie podría prohibir a un peluquero alemán ejercer su profesión en España, así como tampoco podría nadie cobrar impuestos a un inglés por transferir dinero de un banco alemán a otro francés, o por invertir en la bolsa de Italia. Nadie podría aprobar normas que prohibiesen a un productor francés vender su cerveza en Alemania. Ningún gobierno podría otorgar subvenciones que perjudicasen la competencia. Nadie podría impedir que un danés huyese del Estado del Bienestar y de los impuestos tremendamente elevados de su país y emigrase a otro estado donde la carga impositiva fuese menor, como Irlanda.

Libertad sería lo único que haría falta para alcanzar este ideal de cooperación pacífica e intercambios florecientes. Según esta visión no sería necesario crear un súper-estado europeo. La visión liberal clásica mira con escepticismo dicha organización por considerarla perjudicial para la libertad individual. En términos filosóficos, muchos partidarios de esta visión se inspiran en el catolicismo; de hecho, las fronteras de la comunidad europea han sido definidas por la cristiandad. En línea con las enseñanzas sociales del catolicismo, debería prevalecer el principio de subsidiariedad, según el cual los problemas deberían ser resueltos en el nivel más bajo y de menor concentración posible. La única institución centralizada europea aceptable sería un Tribunal de Justicia Europeo que se limitase a supervisar conflictos entre Estados miembros y a garantizar las cuatro libertades fundamentales.

El pensamiento liberal clásico establece que deberían existir muchos sistemas políticos que compitiesen entre sí, como ocurrió en Europa durante siglos. Desde la Edad Media hasta el siglo diecinueve existieron sistemas políticos muy distintos: ciudades independientes en Flandes, Alemania y el norte de Italia, reinos como los de Baviera o Sajonia, y repúblicas como Venecia. El ejemplo de Alemania, enormemente descentralizada, ilustraba a todas luces la diversidad política del periodo. Semejante cultura de diversidad y pluralismo permitió que florecieran la ciencia y la industria^[8].

La competencia en todos los ámbitos es esencial para la visión liberal clásica, puesto que fomenta la coherencia a medida que tienden a converger las características de los productos, los precios de los factores de producción y, especialmente, los salarios. El capital, al trasladarse allí donde los salarios son bajos, hace que estos suban. Los trabajadores, por su parte, al trasladarse a donde los salarios son altos, hacen que estos bajen. Los mercados ofrecen soluciones descentralizadas para los problemas medioambientales basadas en la propiedad privada. La competencia política asegura la libertad, el valor europeo más importante. La competencia fiscal promueve el descenso de los tipos impositivos y la responsabilidad fiscal. Las personas votan con los pies para huir de la fiscalidad excesiva, igual que las empresas. La coexistencia de soberanías fiscales distintas se tiene por la mejor protección contra la tiranía. La competencia también prevalece en el ámbito del dinero, donde las distintas autoridades monetarias compiten ofreciendo moneda de alta calidad y las que ofrecen una moneda más estable incitan a las restantes a seguir su ejemplo.

La visión socialista

Frontalmente opuesta a la visión liberal clásica está la visión socialista, o imperial, de Europa, defendida por políticos como Jacques Delors y François Mitterrand. Se trata de una coalición de intereses estatistas de corte nacionalista, socialista y conservador que hace todo lo que está en su mano por promover su

programa, a saber: una Unión Europea parecida a un imperio o una fortaleza, proteccionista hacia fuera e intervencionista hacia dentro. Estos partidarios del estatismo sueñan con un estado centralizado manejado por tecnócratas eficientes (los dirigentes tecnócratas estatistas siempre se imaginan eficientes).

En la visión socialista de Europa el centro del Imperio mandaría sobre la periferia. La legislación sería común y estaría centralizada. Sus defensores aspiran a construir un megaestado que reproduzca las naciones-estado en el ámbito europeo; un estado europeo del bienestar encargado de la redistribución, la regulación y la armonización de la legislación en Europa. La armonización de los impuestos y la regulación social se llevaría a cabo en el nivel más alto. Si el IVA dentro de la Unión Europea se mueve en un rango comprendido entre el veinticinco y el quince por ciento, la armonización socialista impondría el veinticinco por ciento para todos los países. Esta clase de armonización de la regulación social interesa a los trabajadores más protegidos, más ricos y más productivos, que pueden “permitírsela”, al contrario que el resto. Si la regulación social que afecta a los trabajadores alemanes se aplicase a los polacos, estos difícilmente podrían competir con aquellos.

El programa de la visión socialista consiste en otorgar cada vez más poder al estado central, o sea, a Bruselas. La visión socialista de Europa es el ideal de la clase política, de los burócratas, de los grupos de interés y de los grupos privilegiados y subsidiados que buscan crear un estado central poderoso para su propio enriquecimiento. Los partidarios de esta concepción presentan el estado europeo como una necesidad y lo consideran únicamente una cuestión de tiempo.

En algún momento del proceso socialista el poder del estado central europeo llegaría a ser tan grande que los estados soberanos quedarían supeditados a él. (Los casos de Grecia e Irlanda son los primeros ejemplos de dicha supeditación. Ambos países se comportan como protectorados de Bruselas, que dicta a sus gobiernos cómo manejar sus déficits).

Al contrario que la visión liberal clásica inspirada por el catolicismo, la visión socialista no plantea unos límites geográficos claros para el estado europeo. La competencia política se considera un obstáculo para el estado central, que en tal caso habría de retirarse del control de lo público. En este sentido, el estado central de la visión socialista se vuelve cada vez menos democrático a medida que el poder es trasladado a los burócratas y a los tecnócratas. (La Comisión Europea, cuerpo ejecutivo de la Unión Europea, es un ejemplo. Los Comisarios no son elegidos, sino nombrados por los gobiernos de los Estados miembros).

Históricamente, los precedentes de este antiguo plan socialista para la fundación de un estado central controlador fueron establecidos por Carlomagno, Napoleón, Stalin y Hitler. La diferencia estriba, sin embargo, en que en esta ocasión no es necesario recurrir al ejército, puesto que se emplea el poder coactivo estatal para promover el estado central europeo.

Desde el punto de vista táctico, los partidarios de la visión socialista utilizarían

las situaciones de crisis para crear nuevas instituciones (como el Banco central Europeo [BCE] o, posiblemente en el futuro, el Ministerio Europeo de Finanzas) y ampliar los poderes de las instituciones existentes, tales como la Comisión Europea o el BCE^[9],^[10].

Las visiones de Europa liberal clásica y socialista son, por tanto, irreconciliables. De hecho, el aumento del poder del estado central que propone la visión socialista implica la restricción de las cuatro libertades fundamentales y, ciertamente, menor libertad individual.

Historia de una lucha entre dos visiones

Las dos visiones llevan luchando entre sí desde la década de 1950. Al principio, el diseño de las Comunidades Europeas fue más afín a la visión liberal clásica^[11]. La Comunidad Europea estaba integrada por estados soberanos y garantizaba las cuatro libertades fundamentales. En opinión de los liberales clásicos, la intervención y el subsidio de la política agrícola fue un grave defecto de nacimiento de la Comunidad. Asimismo, desde su construcción la iniciativa legislativa corresponde únicamente a la Comisión Europea. Una vez que la Comisión plantea una propuesta de ley, esta puede ser aprobada por el Consejo de la Unión Europea en solitario o juntamente con el Parlamento Europeo^[12]. En esta estructura se halla el germen de la centralización. Por consiguiente, el diseño institucional pretendió desde el principio dar cabida a la centralización y a la dictadura a expensas de las opiniones minoritarias, dado que no se precisa unanimidad en todas las decisiones y que el número de áreas en que sí es necesaria ha disminuido con los años^[13].

El modelo liberal clásico ha sido defendido tradicionalmente por los cristiano-demócratas y por estados como Holanda, Alemania y Gran Bretaña^[14], mientras que los socialdemócratas y socialistas, normalmente conducidos por el gobierno francés, defendieron la visión imperial de Europa. De hecho, la clase dirigente francesa, a raíz de su rápida caída en 1940, de los años de ocupación nazi, de sus fracasos en Indochina y de la pérdida de sus colonias africanas, utilizó la Comunidad Europea para recuperar su influencia y orgullo y compensar así la pérdida de su imperio^[15].

A lo largo de los años ha prevalecido una tendencia paulatina hacia el ideal socialista que se ha plasmado en presupuestos crecientes para la UE y en una nueva política regional de redistribución de la riqueza en Europa^[16]. Con el mismo fin armonizador se ha aprobado un sinnúmero de normas.

La visión liberal clásica de la soberanía y de los estados independientes pareció recobrar fuerzas gracias al hundimiento de la Unión Soviética y a la reunificación de Alemania. En primer lugar, Alemania, que tradicionalmente había defendido esta visión, se fortaleció a consecuencia de la reunificación. En segundo, los nuevos estados que emergieron de las cenizas del comunismo, tales como Checoslovaquia

(Vaclav Claus), Polonia, Hungría, etc., también apoyaron esta visión. Estos nuevos estados querían disfrutar la nueva libertad que acababan de conquistar. Ya habían tenido suficiente socialismo, imperio y centralismo.

La influencia del gobierno francés quedaba reducida^[17]. Las filas socialistas veían acercarse la derrota. Era necesario impedir una rápida ampliación de la UE que incorporase a los nuevos estados del Este. Había que dar un paso hacia el estado centralizado. La moneda única había de ser el instrumento para alcanzar este objetivo^[18]. En opinión de los periódicos alemanes, el gobierno francés temía que Alemania crease tras la reunificación un “área de libre comercio dominada por el marco desde Brest a Brest-Litowsk”^[19]. Los socialistas europeos (franceses) necesitaban urgentemente ejercer poder sobre la unión monetaria.

En palabras de Charles Gave^[20] tras los acontecimientos que sucedieron a la caída del muro de Berlín:

“Para los partidarios del ‘Imperio romano’ [la visión socialista], había que organizar el Estado Europeo inmediatamente y hacerlo inevitable, costase lo que costase. De otro modo los defensores de la ‘Europa cristiana’ [la visión liberal clásica] vencerían por falta de alternativa y la historia probablemente no daría ya marcha atrás. El hundimiento de la Unión Soviética fue la crisis que brindó la oportunidad, y el empuje, al ‘Imperio romano’ para sacar adelante un programa demasiado ambicioso. La balanza se había inclinado y el ‘Imperio romano’ tenía que empujarla hacia el otro lado. Y la creación del euro, más que cualquier otra cosa, llegó a simbolizar la marcha de las tropas romanas en pos de una superestructura centralizada”.

La línea argumentativa oficial de quienes defendían una única moneda fiduciaria fue que el euro disminuiría los costes de transacción, facilitando así el comercio, el turismo y el crecimiento en Europa. Tácitamente, no obstante, se veía la moneda única como un primer paso hacia la creación de un estado europeo, pues se suponía que el euro generaría la presión que llevaría a introducir dicho estado.

El motivo real por el que el gobierno alemán, tradicionalmente contrario a la visión socialista, terminó aceptando el euro tuvo que ver con la reunificación alemana. El trato fue el siguiente: Francia construye su imperio europeo y a cambio Alemania obtiene su reunificación^[21]. Se aducía que, de otro modo, Alemania se volvería demasiado poderosa, y que su arma más eficaz, el marco, tenía que desaparecer. Dicho con otras palabras: era una cuestión de desarme^[22].

El siguiente paso del plan del bando socialista fue la redacción de una constitución europea (a cargo del ex presidente francés Valéry Giscard d’Estaing Ginard) que estableciese un estado central. Pero el proyecto constitucional fracasó estrepitosamente, rechazado en las urnas por los franceses y los holandeses en 2005. Como suele ocurrir, los alemanes ni siquiera fueron consultados. Tampoco se los había consultado acerca del euro. Pero lo normal es que los políticos insistan hasta conseguir lo que quieren. En este caso simplemente cambiaron el nombre a la

constitución y en muchos países dejó de ser necesario someter el texto a referéndum. El resultado fue el Tratado de Lisboa, que fue aprobado en diciembre de 2007. En su redacción abundan términos como pluralismo, no discriminación, tolerancia y solidaridad, todos los cuales pueden interpretarse como apelaciones a la violación de los derechos de propiedad privada y de la libertad de contratación. En el Artículo Tercero, la Unión Europea se compromete a luchar contra la exclusión social y la discriminación, lo cual deja la puerta abierta a los intervencionistas. Dios no merece una sola mención en el Tratado de Lisboa.

En realidad, el Tratado de Lisboa representa una derrota para el ideal socialista, pues no es una auténtica constitución, sino un mero tratado. Supone un callejón sin salida para los partidarios del Imperio, que se vieron obligados a reagruparse y a concentrar sus esfuerzos en el único instrumento que les quedaba: el euro. Pero ¿de qué manera exactamente provoca el euro la centralización de Europa?

El euro causa la clase de problemas que los políticos pueden interpretar como un pretexto para el centralismo. De hecho, la construcción y la estructura del euro ya han provocado una cadena de graves crisis. Una característica de la UME es que los Estados miembros pueden recurrir a la “máquina” de imprimir dinero para financiar sus respectivos déficits, lo cual desemboca inevitablemente en una crisis de deuda soberana. Este tipo de crisis, a su vez, pueden usarse para centralizar el poder y las políticas fiscales. La centralización de dichas políticas puede utilizarse después para armonizar los regímenes impositivos y acabar con la competencia fiscal.

En la actual crisis de deuda soberana está en juego el euro, lo único que les queda a los socialistas para reforzar su posición y alcanzar su estado central. Por tanto, dista mucho de ser cierto que el fin del euro comporte el fin de Europa y de la idea europea. Únicamente sería el fin de su versión socialista.

Por supuesto, se puede tener una Europa económicamente integrada con sus cuatro libertades fundamentales y sin una única moneda fiduciaria. El Reino Unido, Suecia, Dinamarca y la República Checa no tienen el euro pero pertenecen al mercado común en que rigen las cuatro libertades. Si Grecia se uniese a estos países, la visión liberal clásica seguiría intacta. De hecho, la libre elección de moneda está más en consonancia con el valor europeo de la libertad que la existencia de un productor monopolístico de dinero que traiga consigo una moneda europea de curso legal.

CAPÍTULO II

CÓMO FUNCIONA EL DINERO FIDUCIARIO

Para entender cómo funciona el euro es preciso zambullirse en la historia del dinero. El dinero, es decir, el medio de intercambio común y generalmente aceptado, surgió como forma de responder al problema de la doble coincidencia de necesidades. Este consiste en la dificultad de encontrar a alguien que posea lo que nosotros queremos y que, al mismo tiempo, quiera lo que ofrecemos. En algún momento de la historia ciertas personas descubrieron que podían satisfacer sus necesidades de forma más eficiente si no exigían los bienes que necesitaban directamente, sino otros que fuesen más fácilmente intercambiables. Estas personas usaron su producción para demandar un bien que pudieran usar después como medio de intercambio para comprar, de modo indirecto, lo que querían realmente.

Un cazador, por ejemplo, no intercambia su caza directamente por la ropa que necesita porque le resulta difícil encontrar a un sastre que precise carne en ese mismo momento y esté dispuesto a ofrecerle un buen precio. En lugar de eso, el cazador vende sus presas a cambio de trigo, que resulta más vendible, y utiliza después el trigo para comprarse la ropa. Así, el trigo adquiere una demanda extra, puesto que no solo es demandado como bien de consumo para la alimentación o como factor de producción en la agricultura, sino también como medio de intercambio. Si al cazador su estrategia le da buen resultado, puede que la repita más adelante. Incluso quizá la copien otros. Y de esta manera, la demanda de trigo como medio de intercambio crece y se vuelve más habitual. A medida que el uso del trigo como medio de intercambio se extiende, se vuelve cada vez más vendible y pasa a ser más atractivo usarlo de ese modo.

También pueden existir otros medios de intercambio que compitan con él. En un proceso competitivo, un medio de intercambio o unos pocos logran volverse generalmente aceptados, o sea, convertirse en dinero. Algunos bienes demuestran ser más útiles para desempeñar la función de medio de intercambio y depósito de valor. Metales preciosos como el oro y la plata se convirtieron en dinero y, en retrospectiva, no cuesta entender por qué: el oro y la plata son homogéneos, resistentes, tienen gran valor, se demandan mucho y son fáciles de almacenar y transportar.

Llegan los bancos

Cuando surgieron los bancos en el norte de Italia, en la época del Renacimiento, el oro y la plata seguían siendo los medios de intercambio preferidos. La gente utilizaba metales preciosos para sus intercambios cotidianos y depositaba su dinero

en los bancos. Estos mantenían unas reservas del cien por cien y cobraban por su custodia^[23].

Los depositantes acudían a los bancos y depositaban cien gramos de oro para su custodia según las condiciones de un contrato de depósito a la vista. A cambio, el depositante recibía un certificado de su depósito, que podía reclamar en cualquier momento. Poco a poco, estos certificados comenzaron a circular y a utilizarse en intercambios como si se tratase de dinero. Tanto fue así, que raramente se canjeaban por oro físico. Siempre había una cantidad de oro ociosa en las cajas de los bancos que nunca era reclamada por los clientes. De ahí que los banqueros fuesen incapaces de resistirse a la tentación de emplear parte del oro depositado para sus propios fines. Así, empezaron a emitir certificados falsos y a crear depósitos nuevos sin contar con el oro que los respaldase. Dicho de otro modo: los banqueros empezaron a mantener solo reservas fraccionarias.

Llega el Estado

Los gobiernos comenzaron a involucrarse en la actividad bancaria. Por desgracia, el intervencionismo es un camino traicionero, como señaló Mises en su obra *Interventionism*^[24]. La intervención de los gobiernos causa problemas desde el punto de vista de los propios intervencionistas, pues suele conducir a un mayor grado de intervención encaminada a resolver los nuevos problemas o a abolir las medidas intervencionistas iniciales. Si se opta por intervenir con nuevas medidas, pueden surgir problemas que exijan aún más intervención. En el ámbito del dinero se siguió este camino, que ha llevado al dinero fiduciario y al euro. El euro clama por la centralización de Europa. El resultado último de las intervenciones en materia monetaria es el surgimiento de un dinero fiduciario mundial.

La primera intervención de los gobiernos sobre el dinero consistió en monopolizar la acuñación de moneda. Después, su envilecimiento: los gobiernos recogían las monedas existentes, las fundían, reducían su contenido de metal precioso y se guardaban la diferencia.

Los notables beneficios del monopolio de la acuñación y de la rebaja de la calidad de las monedas atrajeron la atención de los gobiernos hacia el dinero. El envilecimiento de la moneda, no obstante, siempre fue un modo más bien torpe de engordar el presupuesto del gobierno. La banca parecía ofrecer más potencial y medios más encubiertos para aumentar los fondos públicos. De ahí que los gobiernos comenzasen a trabajar en conjunción con los banqueros y los volvieran sus cómplices. Como primer favor a la banca, los gobiernos no exigieron el cumplimiento de las normas del derecho privado respecto a los contratos de depósito.

El contrato de depósito obliga a que el depositario mantenga en todo momento el cien por cien de la cosa depositada o su equivalente en cantidad y calidad (*tantundem*). Esto supone que los banqueros deben mantener unas reservas del cien

por cien para todo el dinero depositado. Los gobiernos no vigilaron que los bancos cumplieran estas leyes ni defendieron los derechos de propiedad de los depositantes. Prefirieron mirar hacia otra parte y pasar por alto el problema. Finalmente optaron incluso por legalizar esta práctica dándole naturaleza oficial, lo cual dio lugar a contratos ambiguos. Realmente, los bancos obtuvieron el privilegio de operar con reservas fraccionarias y de crear dinero. Se los facultó para crear “certificados de oro” y anotarlos en sus libros pese a no contar en sus cajas fuertes con el oro físico correspondiente.

Los certificados de oro y los depósitos sin respaldo se denominan medios fiduciarios. Los bancos recibieron el privilegio de producirlos a cambio de cooperar estrechamente con los gobiernos. De hecho, estos miraron hacia otra parte al comienzo, cuando los bancos incumplían sus obligaciones de custodia, porque los medios fiduciarios de nueva creación se entregaban a los gobiernos en forma de préstamos. Dicha cooperación entre bancos y gobiernos continúa hoy en día y se evidencia en los contactos de naturaleza social o recreativa que mantienen, en el apoyo mutuo en tiempos de crisis y, últimamente, en forma de rescates.

El patrón oro clásico

El patrón oro rigió desde 1815 a 1914. Durante aquel periodo la mayoría de los países optaron por el uso exclusivo del oro como dinero. Es más fácil controlar un dinero-mercancía que dos. Los gobiernos siguieron la preferencia del mercado por un medio de intercambio generalmente aceptado. Monedas como el marco, la libra o el dólar representaban tan solo palabras distintas para ciertos pesos de oro. Los tipos de cambio eran “fijos”. Todos usaban el mismo dinero, oro. En consecuencia, el comercio y la cooperación internacional aumentaron durante este periodo.

El patrón oro clásico fue, sin embargo, un patrón oro fraccionario y, por tanto, inestable. Los bancos no mantuvieron reservas del cien por cien. Sus depósitos y billetes no estaban respaldados por un cien por cien de oro custodiado en sus cajas fuertes. Por eso los bancos siempre han tenido que hacer frente al riesgo de perder sus reservas y no poder liquidar sus depósitos. De ahí que se restringiera el poder de los bancos para crear dinero. El privilegio reportaba jugosos beneficios, pero los pánicos bancarios y el riesgo de perder reservas hicieron que los bancos limitasen la expansión crediticia. Los usuarios de dinero que preferían emplear el oro en sus intercambios y demandaban pagos en especie siempre supusieron una amenaza para la liquidez de los bancos, sobre todo cuando disminuía la confianza en ellos. Otros bancos que acumulaban medios fiduciarios (billetes emitidos por otras entidades) también podían presentarlos al emisor para que fueran canjeados en perjuicio de sus reservas. Por eso el cambio del patrón interesaba a la banca.

El patrón oro fraccionario también representa una amenaza para los bancos por otra razón. Cuando estas entidades crean dinero nuevo y lo prestan a empresarios, se

ejerce presión artificial a la baja sobre los tipos de interés. La reducción artificial de los tipos y la expansión del crédito perturban la correspondencia entre el ahorro y la inversión. Solamente cuando aumenta el ahorro pueden completarse con éxito nuevos proyectos de inversión de mayor duración. Al aumentar el ahorro los tipos de interés tienden a descender, lo que indica a los empresarios que pueden emprender nuevos proyectos, hasta entonces sub-marginales, que no resultaban rentables a tipos de interés más altos. La nueva circunstancia los vuelve atractivos. A fin de cuentas, el aumento del ahorro significa que existen más recursos disponibles que pueden ser dedicados a estos proyectos.

No obstante, la expansión del crédito y la reducción artificial del tipo de interés por parte de los bancos suele llevar a engaño a los empresarios. A tipos de interés más bajos, más proyectos de inversión parecen rentables pese a que el ahorro no ha aumentado. Tarde o temprano un cambio en los precios revelará que algunos de los nuevos proyectos emprendidos no son rentables y deben ser liquidados por falta de recursos^[25]. Se han comenzado más proyectos de los que pueden completarse con los recursos disponibles. No hay suficiente ahorro. Los tipos de interés caen debido a la expansión crediticia y no a causa de un incremento del ahorro. La purga de las malas inversiones es saludable, puesto que realinea la estructura de producción con las preferencias de ahorro y consumo.

Durante una recesión (es decir, durante la liquidación masiva de malas inversiones), los bancos suelen tener problemas. Las malas inversiones y las liquidaciones provocan morosidad, impagos y pérdidas que perjudican la solvencia de los bancos. A medida que los bancos se vuelven menos solventes, la gente empieza a dejar de confiar en ellos. Los bancos no encuentran quien les preste, los depositantes retiran sus depósitos y los pánicos bancarios se vuelven frecuentes. Por consiguiente, los bancos terminan por volverse ilíquidos y a menudo insolventes. Los banqueros son conscientes de estas dificultades en medio de las recesiones y se dan cuenta de que, en última instancia, las causaron ellos mismos al crear dinero nuevo y prestarlo a tipos de interés artificialmente bajos. Saben que las recesiones recurrentes siempre han supuesto una amenaza para su negocio de banca con reserva fraccionaria.

Con todo, y al no estar dispuestos a renunciar al rentable negocio de la producción de dinero, los banqueros demandan la ayuda (la intervención) del gobierno. Para ellos supuso (y supone) una tremenda ayuda la introducción de la figura del banco central como prestamista de última instancia. Los bancos centrales pueden prestar dinero a los bancos para contener el pánico, de manera que en tiempos de recesión las entidades en apuros pueden recibir préstamos del banco central que las salven.

Los bancos centrales plantean otra ventaja más para los bancos, puesto que pueden supervisar y controlar la expansión crediticia. El peligro de la expansión crediticia descoordinada estriba en que los bancos más expansionistas pierden reservas que van a parar a los que lo son menos. Para evitarlo, todos los bancos deben

expandir el crédito a la misma velocidad. Si el banco A lo hace más rápido que el B, los medios fiduciarios llegarán a los bolsillos de los clientes del banco B, que los canjearán por especie en el banco B. El banco B los aceptará y a su vez solicitará el oro al banco A, que perderá reservas.

No obstante, si ambas entidades expanden el crédito a la misma velocidad, los clientes presentarán la misma cantidad de medios fiduciarios, lo cual compensará unas peticiones con otras. La expansión crediticia hará que disminuya su nivel de reservas, pero sus reservas de oro (o base monetaria) no irán a parar a sus competidores. En una situación de expansión descoordinada la pérdida de reservas y la iliquidez son un peligro cierto. Para coordinarse, las entidades pueden formar cárteles, aunque siempre existirá el riesgo de que una de ellas decida retirarse, poniendo en peligro de hundimiento a las demás. La solución a este problema es introducir un banco central capaz de coordinar la expansión crediticia.

De ese modo es posible llevarla aún más lejos, al desaparecer el peligro de que los bancos pierdan reservas que vayan a parar a sus competidores. Además, la existencia de un prestamista de última instancia la estimula, puesto que siempre existirá la posibilidad de que una entidad en apuros obtenga un crédito del banco central. Esta red de seguridad hace que los bancos concedan más crédito. En la medida en que crece el potencial de expansión crediticia, también lo hace la probabilidad de periodos de auge y de malas inversiones.

Pese a la introducción de los bancos centrales, los gobiernos seguían sin tener poder completo sobre el dinero. Aunque el sistema bancario podía producir medios fiduciarios, la producción de dinero aún estaba asociada al oro, que también la limitaba. La gente seguía pudiendo acudir a los bancos durante las recesiones a exigir el canje de su dinero por oro. Si bien las reservas de oro terminaron centralizándose en los bancos centrales, dichas reservas podían resultar insuficientes para impedir el pánico bancario y el hundimiento del sistema. La capacidad de expandir el crédito y de crear dinero para financiar al gobierno directa o indirectamente (mediante la compra de bonos por parte del sistema bancario) seguía, por tanto, vinculada al oro, que imponía disciplina. La tentación tanto para los bancos como para los gobiernos era, naturalmente, eliminar poco a poco la conexión entre el dinero y el oro.

Con el comienzo de la primera guerra mundial llegó un primer experimento en esta dirección. Las naciones en liza —a excepción de los Estados Unidos, que se sumó a la contienda en 1917— suspendieron la convertibilidad en especie. Se buscaba ser capaz de aumentar la oferta monetaria y provocar inflación sin límites para costear los gastos de la guerra. Como resultado, hubo un corto periodo de tipos de cambio flexibles para las monedas fiduciarias. En la década de 1920 muchas naciones regresaron al patrón oro, entre ellas el Reino Unido (1926) y Alemania (1924). No obstante, el canje por especie pasaba a ser posible únicamente a través del banco central y en forma de lingotes (por eso se llamó a este sistema patrón lingote oro), y el cliente particular del banco no podía recuperar su oro. Las monedas de este

metal desaparecieron de la circulación. El lingote, por su parte, se usó solamente para grandes transacciones internacionales. El Reino Unido canjeaba libras esterlinas no solo por oro, sino también por dólares. Otros países canjeaban su moneda por libras esterlinas. La centralización de las reservas y el canje reducido permitieron una expansión crediticia aún mayor, lo cual generó malas inversiones y ciclos económicos.

El sistema de Bretton Woods

Durante la Gran Depresión se suspendió la convertibilidad en muchos países. El caos causado por los tipos de cambio flexibles y las devaluaciones competitivas llevó a los Estados Unidos a organizar un nuevo sistema monetario internacional en 1946. Con el sistema de Bretton Woods se permitía a los bancos centrales canjear dólares por oro de la Reserva Federal. A los ciudadanos, en cambio, se les prohibió hacer lo propio, ni siquiera en el banco central. Ello equivalió a robarles su oro, que pasó a ser propiedad del banco central. Dentro de un patrón oro de esa clase solamente los bancos centrales y los gobiernos de otros países pueden canjear divisas con otros bancos centrales.

En el sistema de Bretton Woods las monedas mantenían una paridad fija con el dólar y, por tanto, con el oro. El dólar pasó a ser la moneda de reserva de los bancos centrales, que usaban sus reservas de dólares para inflar sus monedas. Este paso en el camino del intervencionismo monetario facilitó la creación de moneda para ayudar a los bancos durante periodos recesivos, pero no a los ciudadanos.

El sistema de Bretton Woods, sin embargo, fue la causa de su propia destrucción. Los Estados Unidos contaban con poderosos incentivos para inflar su propia moneda y exportarla al resto de los países. El país producía dólares para comprar con ellos bienes y servicios en el extranjero y pagar guerras en Corea y Vietnam. En Europa, naciones como Francia, la República Federal de Alemania, Suiza e Italia seguían una política menos inflacionaria influidos por economistas que conocían las tesis de la Escuela Austriaca de Economía. El nivel de reservas de oro de la Reserva Federal descendió y los dólares depreciados se fueron acumulando en los bancos centrales europeos hasta que Charles de Gaulle tomó la iniciativa presentando dólares franceses en la Reserva Federal para su canje por oro. Debido a la dependencia militar que Alemania mantenía con las tropas estadounidenses, el Bundesbank optó por mantener la mayor parte de sus reservas de dólares, al contrario que Francia^[26]. La disminución de las reservas de oro de los Estados Unidos provocó finalmente que Nixon suspendiera la convertibilidad del dólar en oro en agosto de 1971. Las divisas comenzaron a flotar libremente en 1973. Las maniobras intervencionistas trajeron al mundo las monedas fiduciarias no convertibles. Que estas monedas fiduciarias no estén vinculadas al oro implica que la producción de papel moneda puede ser ilimitada. La expansión crediticia puede proseguir porque se abren las puertas de par

en par para rescates ilimitados a favor del gobierno o del sistema bancario.

Europa después de Bretton Woods

Tras el colapso de Bretton Woods, el mundo funcionó con monedas fiduciarias con tipos de cambio flexibles. Los gobiernos podían por fin controlar la oferta de dinero sin que el oro actuase como límite, y los bancos centrales pasaron a financiar los déficits. La manipulación de la cantidad de dinero tiene un único objetivo: financiar las políticas del gobierno. No hay otro.

Cualquier cantidad de dinero basta para que este cumpla su función como medio de intercambio. Conforme hay más dinero, aumentan los precios; conforme hay menos, bajan. Que la gente dibujase o borrara ceros en los billetes no interferiría en absoluto con la función del dinero como medio de intercambio. No obstante, los cambios en la cantidad de dinero provocan efectos distributivos. Quienes primero reciben el dinero nuevo pueden comprar a los precios antiguos, todavía bajos. La entrada del dinero en la economía hace que los precios aumenten. Los últimos que lo reciben ven cómo los precios suben antes de que lo hagan sus rentas. Ocurre una redistribución a favor de quienes reciben primero el dinero nuevo (por ejemplo, los productores de ciertos bienes) en detrimento de quienes lo reciben en último lugar, que se empobrecen. Los primeros receptores son principalmente el sistema bancario, el gobierno y las industrias conectadas con él, mientras que los últimos están representados por la parte de la población que tiene un contacto menos estrecho con el gobierno, por ejemplo los perceptores de rentas fijas.

El nuevo sistema de monedas fiduciarias permitió la inflación casi ilimitada de la oferta monetaria y tuvo efectos de redistribución gigantescos. Tras el final de Bretton Woods, los bancos europeos provocaron inflación para financiar Estados de Bienestar crecientes y subvencionar empresas. Pero no todos los países inflaron sus monedas a la misma velocidad. Como consecuencia, las fuertes fluctuaciones de los tipos de cambio perjudicaron a la actividad comercial entre las naciones de Europa. El impacto negativo sobre el comercio dificultó la división del trabajo, lo que produjo pérdida de bienestar. Los políticos procuraron evitar esta clase de inconvenientes, que hacían bajar lo recaudado a través de impuestos. Asimismo, se temía que en caso de una huida hacia valores reales, las devaluaciones competitivas y la inflación de los precios se descontrolasen. La posibilidad también asustaba a las empresas y los bancos. Por si fuera poco, a los perceptores de rentas fijas les preocupaba ver cómo su renta real se reducía. La tasa de ahorro disminuyó y se redujeron las perspectivas de crecimiento a largo plazo.

Para la elite política, las grandes fluctuaciones de los tipos de cambio pasaron a ser el mayor problema. La integración económica de Europa corría peligro de fracasar. En la práctica, se suspendieron las libertades de movimiento de capitales (para inversiones directas procedentes del extranjero), de bienes, de servicios y de

personas. La incertidumbre causada por los tipos de cambio flexibles frenó drásticamente los movimientos. Además, resultaban embarazosos para los políticos que generaban inflación con más rapidez, pues dejaban al descubierto sus maniobras. De ahí que buscasen estabilizarlos, lo cual resultó ser como buscar la cuadratura del círculo, puesto que monedas fiduciarias con tasas de inflación divergentes no pueden financiar las necesidades divergentes de los gobiernos y a la vez estabilizar los tipos de cambio. Los políticos buscaban una forma de coordinar la inflación en la Unión Europea que fuese parecida a la forma de operar de los bancos con reserva fraccionaria, que deben coordinar la expansión para mantener su base monetaria.

Se esperaba que el Sistema Monetario Europeo (SME), creado en 1979, resolviese el problema de coordinación e institucionalización de la “serpiente” precedente^[27]. Supuso la formalización legal del sistema anterior, que permitía a las divisas fluctuar dentro de un margen estrecho. Los políticos y las grandes empresas con intereses en el comercio exterior lo habían diseñado con el objetivo de controlar las tasas de inflación divergentes. Francia, Alemania, Italia, Bélgica, Holanda, Luxemburgo, Dinamarca e Irlanda participaron en este intento de estabilizar sus tipos de cambio. España se sumó tras incorporarse a la Unión Europea en 1986. El sistema, sin embargo, no funcionó, pues no permitía la convertibilidad en oro ni en otro tipo de dinero-mercancía. El SME no era más que una construcción de papel^[28].

El SME también fue un intento de limitar la hegemonía del Bundesbank mediante una política monetaria menos inflacionista que le impidiese desmarcarse del resto. Se sabe que en el Banco de Francia se habló largo y tendido sobre la “tiranía del marco”^[29]. El gobierno francés había pretendido incluso que el SME incluyese un fondo común de reservas procedentes de los bancos centrales, lo cual le hubiera dado acceso a las reservas alemanas. Pero semejante petición fue rechazada por los responsables del Bundesbank, que veían el proyecto con notable escepticismo. Tras su creación, el canciller alemán Helmut Schmidt amenazó con redactar una ley que pusiese fin a la independencia formal del banco si los responsables del Bundesbank no aceptaban el SME.

El SME buscó fijar los tipos de cambio que habían fluctuado anteriormente en una banda de $\pm 2,25\%$ en torno al tipo oficial. Pero el objetivo era incompatible con el sistema creado para conseguirlo. La idea era que, cada vez que el tipo de cambio corriese peligro de salir de la banda establecida, los bancos centrales intervinieran para devolverlo a ella. Para que eso pasara, un banco central tendría que vender su moneda o, en otras palabras, crear más dinero cuando la moneda se apreciase y traspasase el límite superior de la banda. Si su moneda se depreciase y traspasase el límite inferior, tendría que comprarla vendiendo activos como reservas de divisas.

El Banco de España es un buen ejemplo. Si la peseta se apreciase demasiado en relación con el marco alemán, el Banco de España tendría que provocar inflación y crear pesetas para hacer que el precio de la peseta bajase, cosa que la entidad probablemente haría de muy buen grado. Como podía producir pesetas sin límite,

nada impedía que el Banco de España evitase la apreciación de la peseta. No obstante, si la peseta se depreciase frente al marco alemán, el Banco de España tendría que comprar su moneda y vender sus reservas de marcos alemanes u otros activos para provocar que subiera el tipo de cambio. Sería imposible hacer esto indefinidamente, puesto que las reservas del Banco de España actuarían como límite insoslayable. Ese fue el error fundamental del SME y el motivo por el que no funcionó. No era posible obligar a que otro banco central cooperase: por ejemplo, forzar al Bundesbank a comprar pesetas con marcos alemanes de nueva creación cuando aquella se estuviese depreciando. De hecho, esta característica surgió de la resistencia del Bundesbank. Francia exigía un procedimiento que redujese la independencia del banco central alemán. Su presidente, Otmar Emminger, se negó a ser obligado a intervenir a favor de las divisas débiles del SME. Finalmente obtuvo lo que buscaba, además del permiso de Helmut Schmidt para suspender intervenciones y la compra de divisas dentro de los acuerdos del SME^[30]. Los países con monedas que se depreciasen tendrían que sostenerlas por sí solos.

Cualquier intervención a su favor habría creado incentivos perversos. Un banco central que aumentase la masa monetaria rápidamente obligaría al resto a hacer lo mismo. Las monedas fiduciarias se introducen en un país para generar un efecto de redistribución. Los tipos de cambio estables con moneda fiduciaria, sumados a la obligación de intervenir, hacían posible el mismo tipo de redistribución entre países. Dentro de semejante estructura, el banco que produjese inflación más rápidamente (el Banco de España) forzaría a otro banco central (el Bundesbank) a hacer lo mismo y a comprar más deprisa inflando su propia moneda. El Banco de España podría producir pesetas que serían canjeadas por marcos mediante la compra de bienes alemanes. Después, el Bundesbank tendría que crear marcos para comprar pesetas y estabilizar el tipo de cambio. Se daría una redistribución del banco central menos inflacionista hacia el que lo fuese más.

Dentro del SME, sin embargo, no había obligación de comprar la moneda que estuviese siendo inflada más rápidamente. Esto también implicaba que el SME era incapaz de garantizar tipos de cambio estables con moneda fiduciaria, algo imposible cuando los bancos participantes son independientes. Los gobiernos querían producir dinero fiduciario por motivos de redistribución interna y a la vez tener tipos de cambio estables. Este objetivo hace necesario colaborar voluntariamente para controlar la velocidad de la inflación, pues de otro modo resulta imposible. El Bundesbank solía ser el aguafiestas de la inflación coordinada, dado que no generaba inflación lo suficientemente rápido, mientras que otras entidades, como el Banco de Italia, aumentaban la oferta monetaria para financiar los déficits públicos de su gobierno.

La historia monetaria alemana explica por qué el Bundesbank no era tan inflacionista. Las dos guerras mundiales habían hecho que una misma generación perdiese casi todos sus ahorros dos veces: durante la hiperinflación de 1923 y con

ocasión de la reforma monetaria de 1948. La mayoría de los alemanes quería un dinero fuerte, y ello se plasmó en la estructura institucional del Bundesbank, que era relativamente independiente del gobierno. Todo esto significaba que, en la práctica, el SME solo funcionaría mientras los bancos centrales fuesen capaces de generar tanta inflación como el eslabón más lento de la cadena: el Bundesbank y su aliado tradicional, el *Nederlandsche Bank*.

Los bancos centrales crean dinero fundamentalmente para financiar los déficits públicos. De ahí que los gobiernos no puedan incurrir en déficits mayores que los del eslabón más fuerte de la cadena, a menudo representado por el gobierno alemán. El Bundesbank asumió el odioso papel de guardafrenos, el corrector de la inflación en Europa. Ganó fama de poco colaborador por no estar dispuesto a crear dinero tan rápido como otros bancos centrales. Su obstinación obligó a que otros bancos, que estaban controlados por sus gobiernos, se detuviesen cuando querían continuar, o a que se hicieran reajustes incómodos de la banda de fluctuación^[31].

Los tipos de cambio del SME sufrieron varios reajustes. Solamente entre la primavera de 1979 y la de 1983, con el marco alemán apreciándose en promedio un 27% (veintidós veces entre 1979 y 1997), hubo siete^[32]. La crisis final del SME ocurrió en 1992, cuando la peseta española y la libra irlandesa tuvieron que reajustar sus tipos de cambio. La libra esterlina también soportó presiones de la misma naturaleza aquel año. Después de que el presidente del Bundesbank, Helmut Schlesinger, criticase a la libra esterlina en una entrevista, el gobierno británico dejó de intentar estabilizar el tipo de cambio de su moneda y abandonó el SME. George Soros alcanzó notoriedad por ayudar a acelerar el desplome. El franco francés también soportó presiones. Francia quería que el Bundesbank apoyase al franco incondicional e ilimitadamente^[33]. El Bundesbank, sin embargo, no estaba dispuesto a comprar francos sin tasa.

Como era de esperar, gobiernos y bancos centrales querían eludir la “tiranía” del Bundesbank, y el sistema terminó por fracasar. La declaración de rendición se hizo cuando la banda se amplió a +/-15% en 1993. El Bundesbank había vencido: había obligado al resto a declarar la bancarrota. Había mantenido su filosofía de dinero fuerte sin sucumbir a las presiones de los demás gobiernos. Cualquiera que aumentase la masa monetaria más que el Bundesbank mostraba a sus ciudadanos una moneda débil. El marco alemán, en cambio, era respetado en todo el mundo y muy popular en Alemania, pues trajo estabilidad monetaria relativa no solo a Alemania, sino también al resto de Europa. El marco alemán, claro, solo parecía estable en comparación con las demás monedas. En realidad era muy inflacionario, y desde su nacimiento en 1948 hasta el final del SME había perdido nueve décimas partes de su poder adquisitivo.

Por desgracia, el éxito de la resistencia del Bundesbank a las presiones inflacionistas fue una victoria pírrica. El SME había surtido efectos psicológicos importantes. Los europeos, incluidos los alemanes, creían que había un “sistema”

europeo que había estabilizado los tipos de cambio en cierta medida, pero solo era una ilusión. No había habido ningún “sistema”, solamente bancos independientes que aumentaban la masa monetaria con distinta velocidad mientras intentaban estabilizar sus propios tipos de cambio como podían. Esta ilusión atemperó la desconfianza hacia las instituciones europeas. El público quedaba preparado psicológicamente para una moneda europea que la propaganda de los gobiernos presentó como el siguiente paso lógico hacia un “Sistema Monetario Europeo”.

La moneda única europea fue la solución final para los gobiernos con inclinaciones inflacionistas, puesto que permitía al mismo tiempo poner fin al freno que el Bundesbank representaba para la financiación de los déficits de los estados europeos y disfrutar de un tipo de cambio estable. La solución supuso la abolición *de facto* del espíritu y del poder del Bundesbank. Si los gobiernos hubiesen querido estabilidad monetaria y una moneda única, hubiera bastado con introducir el marco alemán en todos. Pero el nacionalismo no lo habría permitido. Con una moneda única, se acababan los embarazosos movimientos de los tipos de cambio que revelaban que un banco central estaba aumentando la oferta monetaria más rápido que sus vecinos. Por primera vez existía un productor central de moneda en Europa que podría ayudar a financiar déficits públicos y que abría nuevos ámbitos para la intervención de los gobiernos y la redistribución de la riqueza.

CAPÍTULO III

EL CAMINO HACIA EL EURO

El Plan Werner había sido el primer intento de establecer una moneda fiduciaria común en Europa. Lo redactó un grupo del entorno de Pierre Werner, primer ministro de Luxemburgo, y se presentó en octubre de 1970. Estaba compuesto por tres etapas y proponía el establecimiento de una unión monetaria para el año 1980. En la primera etapa, debían coordinarse las políticas presupuestarias y reducirse las fluctuaciones de los tipos de cambio. En la tercera, se fijarían los tipos de cambio y llegaría la convergencia económica. Pero no quedaba claro cómo pasar de la primera a la tercera. La fase dos nunca se concretó. El Plan Werner no requería un banco central, y fue definitivamente abandonado después de que Francia saliese de la serpiente en 1974. Aun así, sentó un primer precedente para la integración europea, supuestamente un objetivo fundamental.

La idea de la moneda común resucitó de la mano de Jacques Delors, presidente de la Comisión Europea durante diez años con una larga carrera en el socialismo francés^[34]. Tecnócrata y político hasta la médula, creció en el espíritu del intervencionismo francés y abogó por la integración y armonización políticas durante sus mandatos como presidente de la Comisión. El Acta Única Europea de 1986 (un año después de que Delors se hiciera con el control de la Comisión Europea) supuso un paso hacia la unión política. Representó la primera gran revisión del Tratado de Roma. Su objetivo fue establecer el Mercado Único antes del 31 de diciembre de 1992. La moneda única fue una de sus metas a largo plazo. Además, introdujo el voto por mayoría (a diferencia del voto por unanimidad que había prevalecido hasta ese momento) en áreas nuevas como la moneda, la política social, la economía, la investigación científica y las políticas medioambientales.

En 1987 crecieron las presiones para establecer una moneda única. El ex canciller alemán socialdemócrata Helmut Schmidt y Valéry Giscard d'Estaing, ex presidente de Francia, fundaron un grupo de presión denominado “Asociación para la Unión Monetaria de Europa”, al que pronto se adhirieron grandes empresas alemanas como Volkswagen, Daimler-Benz, Commerzbank, Deutsche Bank y Dresdner Bank.

En abril de 1989 se publicó el Informe Delors, un plan de tres etapas para la introducción del euro que marcó un hito en el camino hacia la moneda única. Durante la cumbre de Roma organizada en diciembre de 1990, dos meses después de la reunificación alemana, se adoptó oficialmente el plan de acuerdo con los objetivos a largo plazo establecidos por el Acta Única Europea.

La primera etapa, que buscaba reforzar la coordinación económica y monetaria, llevaba desarrollándose desde julio de 1990. Se eliminaron los controles de los tipos

de cambio y se completó el mercado común.

En junio de 1990, Helmut Kohl acordó con Mitterrand aprobar la moneda única conforme a las ideas del asesor de Kohl en materia de política exterior, Joachim Bitterlich^[35]. Los responsables del Bundesbank, sin embargo, seguían viendo la moneda única como algo negativo para el (entonces) futuro cercano. Karl Otto Pöhl, a la sazón presidente del Bundesbank, confiaba en que la moneda única pudiera evitarse. Para Pöhl la unión monetaria era una idea fantasiosa. En su opinión, solo sería posible a partir de una unión política que por entonces aún se percibía lejana. Su táctica consistió en definir condiciones para la unión monetaria que ni Francia ni el resto de los estados habrían aceptado jamás^[36]. Pero se equivocó. El gobierno francés aceptó un banco central basado en el modelo del Bundesbank y Kohl tuvo que renunciar a su objetivo de introducir la unidad monetaria paralelamente a la política.

La voluntad política a favor de la moneda única se plasmó en el Tratado de Maastricht, que se firmó entre el 9 y el 10 de diciembre de 1991. Kohl se alejó del objetivo de lograr una unión política, pero accedió a sacrificar el marco y a fijar una fecha para la introducción de la moneda única: el 1 de enero de 1999. Dado que para los países que firmaron el Tratado la participación en la unión monetaria no era voluntaria, Alemania se vio obligada a suscribirla en 1999.

El Tratado de Maastricht estableció los detalles de la introducción del euro y el año de comienzo de la segunda etapa del Informe Delors: 1994. Durante este periodo, de 1994 a 1998, se fundó el Instituto Monetario Europeo, precursor del BCE, y fueron elegidos los estados que participarían en la unión monetaria. Se negociaron y fijaron los cinco criterios siguientes:

1. La tasa de inflación de precios debía mantenerse por debajo de un límite determinado por la media de los tres estados aspirantes con menor tasa de inflación, más un 1,5%.
2. El déficit público no podía exceder el 3% del PIB.
3. La deuda pública no podía exceder el 60% del PIB.
4. Los tipos de interés a largo plazo debían mantenerse por debajo de un límite determinado por el promedio de los tres gobiernos que pagasen tipos más bajos, más un 2%.
5. Los estados se comprometían a mantenerse en el Sistema Monetario Europeo al menos dos años y a no devaluar sus monedas durante dicho periodo.

El cumplimiento de estos criterios fue facilitado por la voluntad política mostrada a favor del euro. Apoyar un sistema monetario común requería la convergencia de los tipos de interés. A medida que aumentaba la expectación por una nueva entrada en la Eurozona, los gobiernos altamente endeudados pagaban a tipos de interés más bajos. Asimismo, las tasas de inflación disminuían en los países más inflacionistas conforme sus habitantes esperaban que el euro sufriese una inflación más baja que las

monedas precedentes.

Pese a que el gobierno alemán intentó imponer sanciones automáticas en caso de infracción del límite de déficit tras la introducción del euro, Theodor Waigel, ministro de finanzas alemán, fracasó en el empeño. Durante unas reuniones mantenidas en Dublín en diciembre de 1996, otros gobiernos rechazaron que se penalizase automáticamente a los países con déficits excesivos. El 1 de enero de 1997 fue establecido el marco legal del euro y del Banco Central Europeo. Los participantes y los instrumentos monetarios del BCE se acordaron a principios de 1998.

Finalmente, la tercera etapa del Informe Delors comenzó con la introducción oficial del euro el 1 de enero de 1999, a raíz de lo cual quedaron fijados permanentemente los tipos de cambio de las monedas participantes. Esta etapa culminó con la puesta en circulación de los primeros euros tres años después.

El golpe de estado alemán

La introducción del euro en Alemania se asemejó a un golpe de estado^[37]. El Bundesbank había apoyado una propuesta británica a cargo de Nigel Lawson sobre la competencia de divisas en la Comunidad Europea que incluía a la nueva moneda, denominada ECU (*European Currency Unit* o Unidad Monetaria Europea). En la Unión Europea habría trece monedas, todas ellas de curso legal en los trece países. Al año siguiente John Major intentó defender los intereses del Reino Unido nuevamente al proponer que el ECU se convirtiese en moneda sólida emitida por un banco central europeo y que conviviese con las monedas nacionales.

Pero el gobierno alemán rechazó la propuesta británica de libre mercado y prefirió la propuesta socialista de un dinero fiduciario para Europa, actuando así en contra de la voluntad de la mayoría de los alemanes, que querían conservar el marco alemán. El gobierno emprendió una campaña de propaganda en periódicos con anuncios que afirmaban que el euro sería tan estable como el marco. Cuando los daneses votaron en contra de la introducción de la moneda única, el presupuesto de la campaña creció de 5,5 a 17 millones de euros.

Los políticos alemanes intentaron convencer a los ciudadanos con el argumento absurdo de que el euro era necesario para mantener la paz en Europa. El ex presidente Richard von Weizsäcker escribió que una unión política precisaba que se estableciese una unión monetaria estable que sería indispensable para mantener la paz, dado que la posición central de Alemania en Europa había conducido a dos guerras mundiales^[38]. En un arrebató de arrogancia y paternalismo típico de la clase política, el socialdemócrata Günther Verheugen afirmó en un discurso en el parlamento alemán: “Una Alemania fuerte y unida puede convertirse fácilmente —y así la historia lo demuestra— en un peligro para sí misma y para los demás”^[39]. Ambos parecen haber olvidado que tras la reunificación la Alemania resultante no fue tan

grande como lo había sido antes de la segunda guerra mundial. Es más, ni siquiera reconocieron que la situación era muy diferente en muchos aspectos. En lo militar Alemania era infinitamente inferior a Francia y Gran Bretaña, y seguía ocupada por tropas extranjeras. Y después de la guerra, los aliados reeducaron a los alemanes en la dirección del socialismo, del progresismo y del pacifismo para prevenir cualquier oposición militar^[40].

Culpar tácitamente a Alemania de la segunda guerra mundial para sacar provecho fue una táctica que la clase política empleó a menudo. Ahora el argumento implícito era que, debido a la segunda guerra mundial y, en particular, por culpa de Auschwitz, Alemania tenía que renunciar al marco como muestra de apoyo a la unión política. Paternalismo y reproche en estado puro^[41].

De hecho, el canciller alemán Helmut Schmidt, hablando sobre el Sistema Monetario Europeo precursor del euro, dijo que era parte de una estrategia para ahorrar a Alemania la desgracia de quedar aislada en el corazón de Europa. En 1978 explicó a los responsables del Bundesbank que Alemania necesitaba ser protegida por occidente por compartir frontera con países comunistas. Añadió que la Alemania posterior a Auschwitz seguía siendo vulnerable^[42]. Alemania necesitaba formar parte de la OTAN y de la Comunidad Europea, y tanto el Sistema Monetario Europeo como el euro más tarde lo harían posible. Tras releer sus palabras en 2007, Schmidt declaró que no había cambiado de opinión. Seguía creyendo que sin una moneda unificada las instituciones financieras de Alemania se convertirían en las más poderosas, lo cual enojaría y daría envidia a los países vecinos y tendría consecuencias políticas adversas para Alemania.

Posteriormente se repitió una amenaza de aislamiento político parecida, esta vez en el contexto de la reunificación alemana. Mitterrand había planteado la posibilidad de una alianza triple entre el Reino Unido, Francia y la Unión Soviética que dejaría a Alemania cercada. Solamente la moneda única podría impedirlo^[43].

Mientras que la clase política alemana trataba de convencer a los alemanes escépticos de los beneficios del euro, los profesores de economía alemanes se esforzaban por persuadir a la clase política de los peligros de la moneda única y urgían al gobierno a no firmar el Tratado de Maastricht. En 1992 sesenta economistas rubricaron un manifiesto en el que afirmaban, entre otras cosas, que sus disposiciones eran demasiado blandas^[44]. En 1998, 155 profesores de economía alemanes exigieron (en balde) que se retrasase la unión monetaria. Las estructuras de los países europeos eran demasiado diferentes para que pudiera funcionar^[45]. Muchos responsables del Bundesbank eran incluso contrarios a que se introdujese el euro antes de lograr una unión política. Razonaban que una moneda única debiera ser un fin, y no el instrumento de la convergencia económica. Al afirmar que una unión política sería imprescindible para que pudiera darse la unión monetaria, los responsables del Bundesbank esperaban que el gobierno francés dejase de insistir en la introducción de la moneda única. Como expresión de desacuerdo, el Bundesbank subió sus tipos de

interés en diciembre de 1991, inmediatamente después de la redacción del Tratado de Maastricht^[46].

Los expertos en materia legal cuestionaban que el Tratado de Maastricht fuese plenamente constitucional^[47]. El profesor de Derecho Karl Albert Schachtschneider alegaba que una unión monetaria solo resultaría estable y funcionaría dentro de una unión política, y que esta supondría el final del estado alemán, lo cual resultaba inconstitucional. Schachtschneider señalaba también que la constitución alemana exigía una moneda estable, requisito que no se podría cumplir en una unión monetaria de estados independientes. Una unión monetaria inflacionista también contravendría el derecho a la propiedad.

No obstante lo anterior, el Tribunal Constitucional alemán resolvió que el Tratado de Maastricht era constitucional; también que Alemania solo podría participar en una moneda estable y que abandonaría la unión monetaria en caso de inestabilidad.

Finalmente, los políticos modificaron la constitución alemana para hacer posible la transferencia del poder soberano sobre la moneda a una institución supranacional. Todo esto se hizo sin consultar a los alemanes.

Asimismo, los políticos europeos argumentaron que el euro sería estable gracias a los criterios de convergencia, a la independencia del BCE y a las sanciones institucionales incluidas en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento propuesto por el ministro de finanzas alemán, Theo Waigel, en 1995^[48]. Al final, ninguno de los tres argumentos se sostuvo.

Los criterios de convergencia no se aplicaron ni automática ni sistemáticamente, y el Consejo de la Unión Europea seguía pudiendo decidir, mediante mayoría cualificada, si admitía nuevos países en la Eurozona. De hecho, el Consejo terminó por aceptar a países que no cumplían los requisitos, como Bélgica e Italia (cuya deuda pública superaba el límite del 60% del PIB). Ni siquiera Alemania los cumplía. De hecho, muchos países solo lo lograron mediante trucos contables que les permitieron posponer gastos o generar ingresos^[49]. Varios países lograron cumplir los requisitos solamente durante 1997, el año en que serían designados los futuros miembros de la unión monetaria. Muchos otros solo lo consiguieron porque la esperanza de formar parte de dicha unión hizo que cayeran sus tipos de interés, lo que alivió el lastre que su deuda suponía para sus niveles de deuda pública y de déficit.

El Pacto de Estabilidad y Crecimiento no resultó tan duro como Theo Waigel había sugerido. Para cuando se firmó, en 1997, había perdido casi todo su poder disciplinario. El resultado llevó a Anatole Kaletsky a comentar en *The Times* que el producto del Tratado de Maastricht suponía la tercera capitulación de Alemania ante Francia en el siglo xx (siendo las otras dos el Tratado de Versalles y los Acuerdos de Potsdam)^[50].

Waigel quería límites más estrictos que los establecidos por el Tratado de Maastricht. Abogaba por limitar los déficits públicos al uno por ciento y exigía sanciones monetarias automáticas para las violaciones de dicho límite. Lo ingresado

mediante estas multas sería repartido entre los miembros. No obstante, como resultado de la oposición francesa a la medida, las sanciones nunca fueron automáticas, sino dependientes de decisiones políticas. Además, se decidió que lo que se recaudara fuese a parar a la UE.

La Comisión Europea era la responsable de controlar el PEC^[51], pero ni siquiera dentro de ella era fuerte el apoyo al pacto. El presidente de la Comisión, Romano Prodi, calificó sus disposiciones de “estúpidas”. En caso de incumplimiento, el pacto estipula que la Comisión debe hacer recomendaciones al Consejo de Asuntos Económicos y Financieros (ECOFIN). El ECOFIN está integrado por los ministros de Economía y Finanzas de la UE y se reúne mensualmente. A partir de la recomendación de la Comisión, el ECOFIN decide por mayoría cualificada si se cumplen o no los criterios del PEC, y a continuación advierte a los gobiernos infractores o anuncia la existencia de déficits excesivos. El ECOFIN ofrece recomendaciones para reducir los déficits. Si el gobierno infractor las desoye y persiste en el incumplimiento, es necesaria una mayoría de dos tercios para imponerle sanciones. El montante de las multas puede alcanzar medio punto porcentual del PIB.

Los propios pecadores decidían si castigarse a sí mismos o no. Además, nada impedía que varios países que incumpliesen los criterios se apoyasen mutuamente para bloquear las sanciones. A día de hoy, ningún país ha sido multado.

En noviembre de 2003 el ECOFIN levantó las sanciones a Francia y Alemania que había recomendado la Comisión, lo cual motivó que se debatiera la eficacia del PEC. El debilitado PEC llegó a su fin el 20 de marzo de 2005. En aquel año Alemania violó por tercera vez consecutiva el límite del 3% del déficit público. Como resultado, el ECOFIN suavizó el PEC más todavía al definir varias situaciones y gastos que justificaban que se rebasase el límite: catástrofes naturales, caída del PIB, gastos en innovación e investigación, inversiones públicas, gastos en ayuda humanitaria y política europea, y reforma de las pensiones^[52].

La reforma suponía dar carta blanca a los déficits. Al ser los propios políticos quienes deciden si se aplican las sanciones del PEC, los países deficitarios nunca tienen que pagar. Después, los políticos justifican su comportamiento suavizando el PEC y, de hecho, acabando con él.

La independencia del BCE también es cuestionable. Ningún banco central es totalmente independiente. Los banqueros centrales son nombrados por los políticos y sus reglamentos están sujetos a los cambios que apruebe el parlamento.

Los políticos fueron muy francos respecto a la “independencia” del BCE. François Mitterrand declaró que el BCE ejecutaría las decisiones del Consejo Europeo en materia de economía. Tal y como lo entienden los políticos franceses, el Consejo Europeo controla el BCE. El europarlamentario belga Fernand Herman exigió que el banco central se dedicara a los objetivos que estableciesen el Consejo y el Parlamento, y que simultáneamente garantizase la estabilidad de los precios^[53].

El Tratado de Maastricht también establece que los políticos, no el BCE, deben

determinar los tipos de cambio. El gobierno francés había exigido incluso (aunque en vano) que los políticos pudieran fijar políticas de tipos de cambio a corto plazo. Decidir políticamente que el euro está sobrevalorado y que debe depreciarse es incompatible con el funcionamiento autónomo de un banco central garante de la estabilidad. En realidad, resta autonomía al BCE.

Diferencias entre el Bundesbank y el BCE

Pese a que los políticos alemanes aseguraron que el BCE sería una copia del Bundesbank que exportaría al resto de Europa la estabilidad que este había reportado a Alemania, y a que el BCE está simbólicamente ubicado en Fráncfort, los dos son muy distintos.

Desde el principio hubo dudas acerca de la independencia de la institución. Su primer presidente, Wim Duisenberg, renunció “voluntariamente” a mitad de su mandato para traspasar la presidencia a su sucesor francés, Jean-Claude Trichet. Antes de la introducción del euro, Trichet (ingeniero de formación y estadista por convicción) se había opuesto rotundamente a la “independencia” del BCE. A juicio del gobierno francés, la “independencia” formal del BCE solo era algo necesario para que el gobierno alemán aceptase la unión monetaria^[54]. Si hiciera falta, el BCE podía ponerse al servicio de la política. De hecho, esa fue la intención de los políticos franceses. Antes del referéndum sobre el Tratado de Maastricht en Francia, Mitterrand anunció que la política monetaria europea no la dictaría el BCE. Francia imaginaba que, en última instancia, el BCE estaría a las órdenes de la esfera política^[55].

Las dos instituciones difieren notablemente en la naturaleza de su responsabilidad. El Bundesbank manejaba directamente la política monetaria de Alemania. Como la población alemana es muy contraria a la inflación, cualquier intento por parte de los políticos de influir sobre el Bundesbank para aumentar la inflación o minar su independencia resultaría un suicidio político. Una mayor inflación de precios llevaría a los votantes a castigar a los políticos y a retirar su apoyo al Bundesbank. Precisamente, el poder de los responsables del Bundesbank frente a los políticos emanaba del apoyo de la población alemana. Por el contrario, ante una inflación de precios en la Eurozona tanto los responsables del Bundesbank como los políticos alemanes podrían decir que se opusieron a las medidas monetarias inflacionistas, pero que perdieron la votación contra sus colegas europeos. La culpa del alza de los precios sería de los demás. Y los votantes alemanes no pueden deponer a la Comisión Europea, puesto que a sus miembros no los eligen los ciudadanos^[56].

La diferencia entre las dos instituciones resulta evidente en sus funciones oficiales. La *Bundesbankgesetz* (Constitución del Bundesbank, 1957) establece que la misión principal del Bundesbank (*Währungssicherheit*) es garantizar la seguridad de

la moneda (o sea, la estabilidad de los precios). La del BCE es más ambiciosa. El Tratado de Maastricht estipula que su objetivo principal “deberá ser mantener la estabilidad de precios”. No obstante, “sin perjuicio del objetivo de estabilidad de precios, el Eurosistema apoyará las políticas económicas generales en la Comunidad”^[57]. Este añadido fue producto de la presión ejercida por el gobierno francés, que había perseguido siempre el control político directo de la máquina de imprimir dinero. Ello significa que si las tasas oficiales de inflación de precios son bajas, el BCE puede —y en realidad debe— imprimir dinero para apoyar la política económica. Si la inflación de precios es baja y hay desempleo, el BCE tiene obligación de relajar su postura.

Curiosamente, según el BCE, la estabilidad de precios significa precios en alza. Antes de 2003, el objetivo de inflación del BCE se situaba en una banda entre el 0% y el 2%. Debido al miedo generalizado a la deflación, los banqueros centrales prefieren contar con un margen de seguridad^[58]. En mayo de 2003 el BCE manifestó sus tendencias inflacionistas al elevar su objetivo un poco por encima del 2%. Al mismo tiempo, el BCE redujo la importancia del pilar monetario, a partir de lo cual el control del crecimiento de la masa monetaria dejó de ser un objetivo intermedio y se convirtió en un indicador de las políticas del banco.

El legado del Bundesbank fue reducido aún más en 2006, cuando la dirección del departamento de investigación del BCE pasó del conservador alemán Otmar Issing a Loukas Papademos, un socialista griego que cree que la inflación de los precios no es un fenómeno monetario, sino que está causado por el bajo desempleo^[59]. En la primavera de 2011 el desmantelamiento de los restos del Bundesbank continuó con la dimisión de Axel Weber. Weber había criticado repetidamente la política inflacionaria del BCE enfrentándose a los intereses inflacionistas de la alianza de dirigentes procedentes de países latinos comandados por Francia. Cuando quedó claro que no conseguiría que prevaleciera la filosofía del Bundesbank, dimitió como presidente de la entidad y se retiró de la carrera por la presidencia del BCE. La influencia del Bundesbank se debilitó aún más.

La diferencia más importante entre ambos bancos es que el modelo del BCE se sustenta sobre dos pilares, mientras que el Bundesbank lo hacía sobre uno solo: la evolución de los agregados monetarios (por ejemplo, el aumento de la oferta de dinero). Cualquier desviación respecto de sus objetivos inflacionistas, en términos de agregados monetarios, siempre era corregida.

El funcionamiento del BCE se articula en torno a un segundo pilar. Sus decisiones de política monetaria se basan en el análisis de indicadores económicos: niveles salariales, tipos de interés a largo plazo, tipos de cambio, índices de precios, estudios de confianza empresarial y del consumidor, niveles de producción, cambios en la política fiscal, etc. Por tanto, el BCE posee mayor poder discrecional que el Bundesbank, además de la facultad de imprimir más dinero para estabilizar la economía. Aunque los agregados monetarios crecieran más rápidamente de lo

previsto, el BCE podría aducir que los indicadores económicos justifican una política expansionista. Basta con que elija el que más le convenga de todos.

Otra razón por la que no es probable que el BCE apoye una inflación baja es que ningún banquero central quiere pasar a la historia como desencadenante de una recesión. Una hipotética recesión en el sur de Europa pondría una enorme presión sobre el BCE para que bajase los tipos de interés pese a que pudiera resultar perjudicial para la estabilidad monetaria.

CAPÍTULO IV

POR QUÉ LOS PAÍSES MÁS INFLACIONISTAS QUERÍAN EL EURO

Objetivo: librar a Europa del marco alemán

Para los gobiernos de los países latinos, y especialmente el francés, el euro representaba una manera eficiente de librarse del odiado marco alemán^[60]. Antes de la introducción del euro, el marco alemán era un referente que dejaba al descubierto la mala gestión monetaria de los gobiernos irresponsables. Si bien el Bundesbank aumentaba la masa monetaria, creaba dinero nuevo a un ritmo menor al que crecía la inflación de los países más inflacionistas —sobre todo del sur de Europa—, que utilizaban sus bancos centrales para financiar sus déficits. Los ciudadanos de aquellos países utilizaban el tipo de cambio respecto al marco alemán como referente. Para los gobiernos de los países con inflación alta, que temían cualquier comparación con el Bundesbank, el euro era el instrumento que pondría fin a las comparaciones y las devaluaciones embarazosas.

A los gobiernos de los países más inflacionistas no les asustaba el recientemente creado Banco Central Europeo. Si bien la institución parecía desde fuera una copia del Bundesbank, desde dentro resultaba sensible a las presiones políticas, que poco a poco terminarían por convertirlo en un banco central parecido a los de los países latinos. En realidad, el control del BCE lo tienen los países del sur de Europa. El consejo de la institución está compuesto por los directores del BCE y los presidentes de los bancos centrales nacionales. Todos sus votos valen lo mismo. Alemania y países del norte con monedas fuertes, como Holanda, Luxemburgo y Bélgica, son minoría en las votaciones frente a países con gobiernos que son más tolerantes con los déficits como Italia, Portugal, Grecia, España y Francia, naturalmente proclives a la inflación por tener unos sindicatos poderosos y altos niveles de deuda.

El euro resultaba ventajoso para los países latinos en la medida en que su inflación podía dirigirse sin que hubiese un marco alemán que la pusiera de manifiesto al apreciarse. La inflación continuaría, pero estaría más oculta. Cuando los precios empiezan a subir, es fácil culpar a algunas industrias. Los políticos pueden decir, por ejemplo, que los precios del petróleo suben por un pico de la demanda. Pero si los precios del petróleo suben y hay devaluación, a los políticos no les resulta tan fácil culpar al petróleo del alza de precios. Devaluaciones acompañadas de una inflación más alta pueden provocar fácilmente derrotas electorales. Las devaluaciones respecto al marco alemán desaparecieron con la introducción del euro.

Giscard d'Estaing, que fundó un grupo de presión a favor del euro, declaró en

junio de 1992 que el BCE supondría el final de la supremacía monetaria de Alemania^[61]. Lo que quiso decir es que desaparecería la prueba del crimen que mantenía a raya a otros países. Añadió que el BCE debería utilizarse para políticas macroeconómicas de crecimiento; o lo que es lo mismo: inflación. En la misma línea, Jacques Attali, consejero de Mitterrand, reconoció que el Tratado de Maastricht no era más que un contrato complicado cuyo propósito era deshacerse del marco alemán. Los italianos, entre otros, perseguían el mismo fin^[62].

Prestigio

Dado que para el BCE se había tomado como modelo al Bundesbank, los países más inflacionistas heredaron parte de su prestigio. Por recurrir a un símil automovilístico, la fundación del BCE fue como una fusión de la Fiat con Daimler-Benz en la que los alemanes fueran los responsables de la gestión y del control de la calidad. Pese a que la gestión fuese principalmente alemana, las fábricas de la Fiat seguirían estando en Italia. Los costes de deshacer la fusión, sin embargo, serían ingentes. Aunque no hay duda de que para Fiat la operación resultaría beneficiosa, para Daimler-Benz no lo sería tanto.

La introducción del euro trajo a los países del sur de Europa la esperanza de contar con una moneda más estable. Las expectativas de inflación cayeron en estos países. Cuando son altas, la gente reduce sus saldos de tesorería y se lanza a comprar, animada por la idea de que los precios serán mucho mayores en el futuro. Cuando caen las expectativas de inflación, la gente aumenta marginalmente sus saldos de tesorería, lo cual conduce a una menor inflación. Esa es una de las razones por las que las tasas de inflación de precios cayeron en los países del sur incluso antes de la introducción del euro. Las esperanzas puestas en el euro redujeron las expectativas de inflación, lo cual ayudó a estos países a cumplir con los criterios de inflación baja establecidos en el Tratado de Maastricht.

Como en la imaginaria fusión de Daimler-Benz y Fiat, para Alemania el euro significaba que su moneda se debilitaría. El miedo de Alemania era que el euro fuese menos estable que el marco alemán, y que ello alentase las expectativas de inflación. La realidad era que el gobierno alemán estaba usando el prestigio monetario del Bundesbank para provecho de los Estados miembros inflacionistas y en detrimento del pueblo alemán.

La socialización del señoreaje

Debido a la socialización del señoreaje algunos países, especialmente Francia, obtenían ganancias a costa de Alemania^[63]. Se denomina señoreaje a los beneficios netos procedentes de la creación de dinero nuevo. Cuando un banco crea más base

monetaria, compra activos, muchos de los cuales generan rentas. Por ejemplo, un banco central puede comprar con dinero de nueva creación un bono del estado. El interés neto producido por ese activo se denomina señoreaje, y es traspasado al gobierno al final del año. Con la introducción del euro, el señoreaje se socializó en la UE, dado que los bancos centrales quedaban obligados a enviar al BCE lo que ingresasen en concepto de intereses. Al terminar el año el BCE les remitiría sus propios beneficios. Cabría pensar que se trata de un juego de suma cero, pero no es cierto. Los beneficios que el BCE remite a los bancos centrales nacionales no se corresponden con los activos que posee cada banco central, sino con el capital que cada uno de ellos tiene depositado en el BCE. Este capital, a su vez, se corresponde con la población y el PIB, y no con los activos de los bancos centrales nacionales.

El Bundesbank, por ejemplo, creó más base monetaria en relación con su población y su PIB que Francia, principalmente porque el marco alemán era una moneda de reserva internacional que además se usaba en transacciones internacionales. El Bundesbank mantenía una cantidad mayor de activos generadores de interés en relación con su población y PIB que Francia. Consiguientemente, el Bundesbank remitía al BCE mayores ingresos por intereses que Francia, los cuales acto seguido eran distribuidos a los bancos centrales según las cifras de población y PIB. Aunque este modo de proceder resultaba desventajoso para Alemania, Austria, España y Holanda, era provechoso para Francia. De hecho, los beneficios del Bundesbank que le eran devueltos al gobierno alemán cayeron con la introducción del euro. A lo largo de los diez años inmediatamente anteriores a la moneda única, el Bundesbank obtuvo unos beneficios de 68.500 millones de euros. Durante los diez posteriores a la introducción del euro, cayeron hasta los 47.500 millones de euros.

Tipos de interés más bajos

El euro hizo que bajasen los tipos de interés en los países del sur, sobre todo para los bonos del estado. Tanto los ciudadanos como los gobiernos pagaban menos intereses por sus deudas. Los inversores compraron los bonos más rentables de los países periféricos, lo cual hizo que subiera su precio y bajara su interés. La operación resultaba rentable porque se esperaba que los bonos denominados en liras, pesetas, escudos y dracmas fuesen liquidados finalmente en euros.

Los bajos tipos de interés permitieron que algunos países redujesen sus déficits y cumpliesen los criterios del Tratado de Maastricht. Los tipos en Italia, por ejemplo, cayeron sustancialmente, gracias a lo cual el gobierno ahorró en concepto de pago de intereses. En 1996 Italia pagó alrededor de 110.000 millones de euros en intereses generados por su deuda, pero solamente 79.000 millones en 1999^[64].

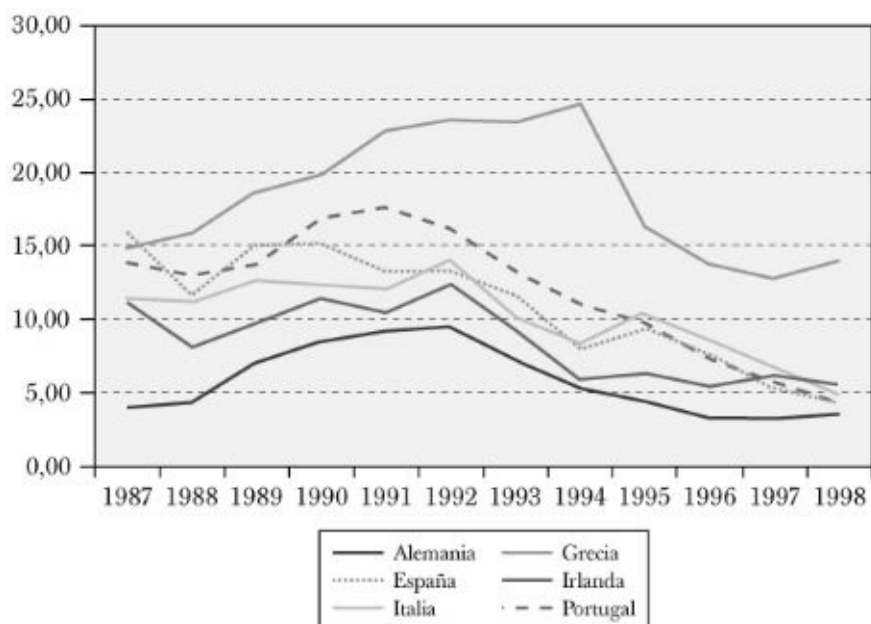
Los tipos de interés de los países del sur cayeron por dos motivos. En primer lugar, por la expectativa de que descendiese la inflación. El prestigio del Bundesbank, trasladado en parte al BCE, provocó el descenso. En segundo lugar, porque se redujo

la prima de riesgo. La introducción del euro se presentó como un paso más hacia la integración política de Europa. Además, la moneda única llegaba para quedarse por tiempo presuntamente indefinido. La legislación ni siquiera había tenido en cuenta el caso de una eventual descomposición de la Eurozona, que por lo demás se hubiera considerado una tremenda pérdida política. Se esperaba que las naciones más fuertes rescatasen a las más débiles si fuese necesario^[65]. La garantía implícita de que sus deudas estaban cubiertas provocó el descenso del riesgo de impago y que muchos países pagasen a tipos de interés más bajos.

Como Alemania y otros países garantizaban tácitamente la deuda de los estados mediterráneos, los tipos de interés más bajos de estos estados no estaban en consonancia con su riesgo real de impago. El gobierno alemán, a su vez, tuvo que pagar por su deuda un interés más alto que el que de otro modo hubiera soportado, dado que los nuevos tipos ya habían recogido el peligro añadido. Normalmente los mercados castigan con dureza la indisciplina presupuestaria provocando subidas de tipos de interés y devaluaciones. La Unión Monetaria Europea lograba retrasar esta clase de penalizaciones.

Como resultado de la entrada prevista en la unión monetaria, los tipos de interés convergieron hasta el nivel alemán, como puede verse en el gráfico 1. A partir de 1995 fue cada vez mayor la certeza de que los países mediterráneos formarían parte de la UME en 1999 (salvo Grecia, que lo haría en 2001).

Gráfico 1: Tipos de interés a tres meses de Alemania, Grecia, España, Irlanda y Portugal (1987-1998).



Fuente: Eurostat.

Los tipos cayeron porque la prima por inflación se redujo y pese a que el ahorro real no creció. Los tipos de interés más bajos hicieron aumentar los precios de los bienes de capital, lo que provocó una burbuja inmobiliaria en muchos países

mediterráneos en los que el crédito barato se utilizó para comprar y construir viviendas. La burbuja fue alimentada por la política monetaria inflacionista hasta 2008, año en que la crisis global provocó la quiebra de los mercados de vivienda que habían crecido en exceso.

Más importaciones y un nivel de vida más alto

Los estados más inflacionistas heredaron de Alemania una moneda más fuerte y, consiguientemente, pudieron aumentar sus importaciones y su nivel de vida. Pese a que los gobiernos latinos apenas redujeron sus gastos, el euro se mantuvo relativamente estable en los mercados internacionales de divisas durante sus primeros años de existencia gracias al prestigio del Bundesbank, al diseño institucional del BCE y al importante volumen de exportaciones de Alemania y de otros estados del norte, responsables de que creciera la demanda de euros.

Alemania ha tenido tradicionalmente superávits por cuenta corriente (o dicho con otras palabras: las exportaciones excedían a las importaciones gracias a la eficiencia y competitividad altas). Como los alemanes ahorraban e invertían, su productividad aumentaba. Al mismo tiempo, los salarios crecían moderadamente. El superávit de exportaciones resultante llevaba a los alemanes a viajar e invertir en otros países adquiriendo activos que pudieran venderse en caso de emergencia. Todo ello presionaba al alza sobre el tipo de cambio.

A lo largo del tiempo el marco alemán había tendido a apreciarse a causa de los aumentos de la productividad en Alemania. El marco se convirtió en el símbolo del milagro económico alemán. La apreciación de la moneda germana en los mercados de divisas extranjeros abarató las importaciones. Las materias primas y otros insumos necesarios en los procesos de producción alemanes para fabricar artículos de alta calidad podían importarse a precios más bajos. También se abarataron las vacaciones, las inversiones en el extranjero y aumentó el nivel de vida. Este mecanismo de aumento de la productividad, que provoca más exportaciones y una tendencia hacia la apreciación de la moneda, subsiste en la UME.

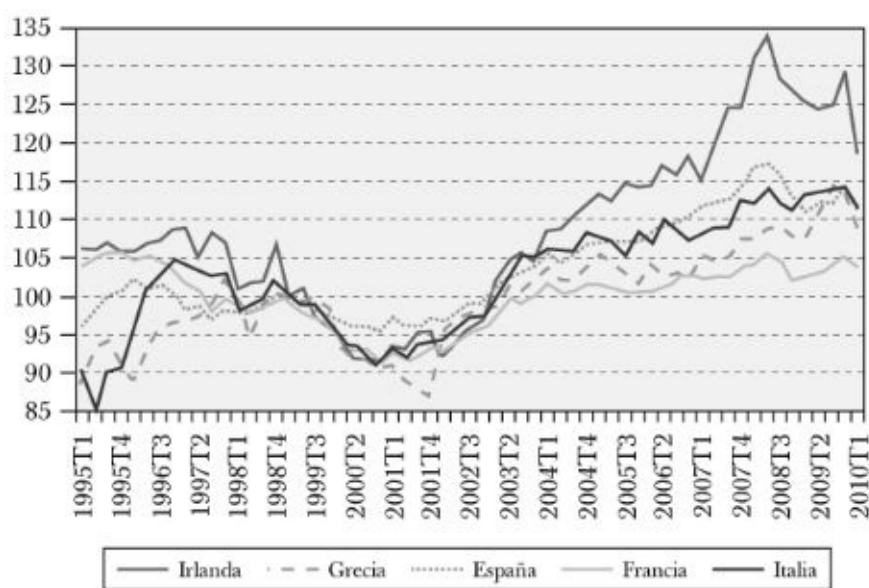
Pero en el sur de la UME la imagen era la contraria. La producción allí era relativamente menos eficiente. Tras la introducción del euro el consumo aumentó en el sur de Europa impulsado también por los tipos de interés artificialmente bajos. El ahorro y la inversión no han crecido tanto como en Alemania, mientras que los incrementos de la productividad han sido escasos. El dinero de nueva creación ha ido a parar principalmente a países periféricos en los que ha provocado incrementos salariales mayores que los registrados en Alemania, lo que ha generado una disminución de la competitividad, un exceso de importaciones respecto a las exportaciones, y una tendencia a la depreciación de la moneda. Además, a los gobiernos del sur se los sobornó mediante transferencias en efectivo a cambio de que firmasen el Tratado de Maastricht: “Jacques Delors, el presidente de la Comisión,

sobornó a los ministros de economía de Grecia, España, Portugal e Irlanda prometiéndoles grandes aumentos de los fondos estructurales de la UE a cambio de que firmasen el tratado”^[66].

Como puede verse en los gráficos 2 y 3, la competitividad en los países mediterráneos e Irlanda ha caído notablemente desde la introducción del euro, mientras que ha crecido en Alemania y Austria. Desde la llegada de la moneda única hasta 2010 la competitividad de Alemania, medida por el índice basado en el coste laboral unitario confeccionado por el BCE, aumentó un 13,7%. Durante el mismo periodo, la de Grecia, Irlanda, España e Italia cayó un 11,3%, un 9,1%, un 11,2% y un 9,4%, respectivamente^[67].

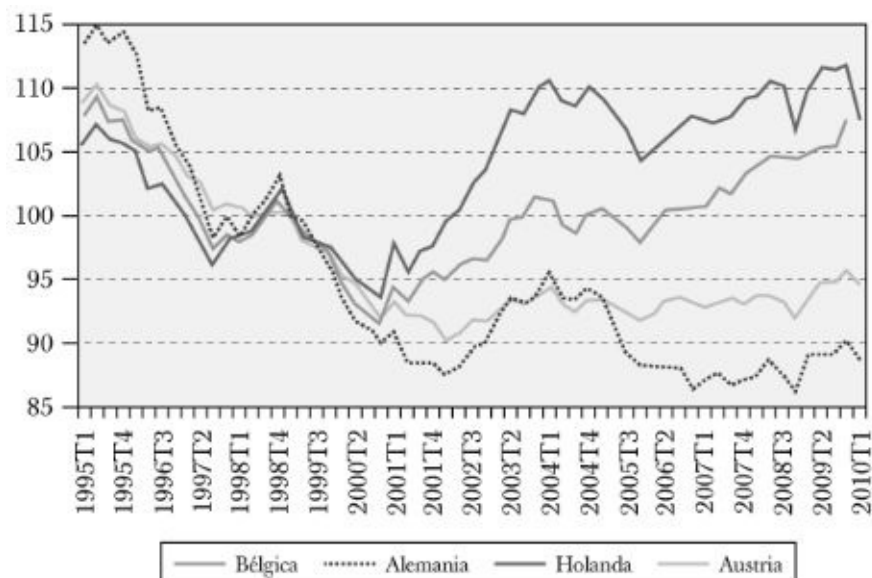
Según las cifras proporcionadas por el BCE, los 88,8 puntos del indicador de competitividad de Alemania correspondientes al primer tercio de 2010 representan una competitividad notablemente más alta que la de Irlanda, con 118,7, Grecia, con 108,8, y España e Italia, las dos con 111,6.

Gráfico 2: Índices de competitividad basados en costes laborales unitarios para los países mediterráneos e Irlanda 1995-2010 (1999T1=100).



Fuente: BCE (2010).

Gráfico 3: Índices de competitividad basados en costes laborales unitarios para Bélgica, Holanda, Austria y Alemania 1995-2010 (1999T1=100).

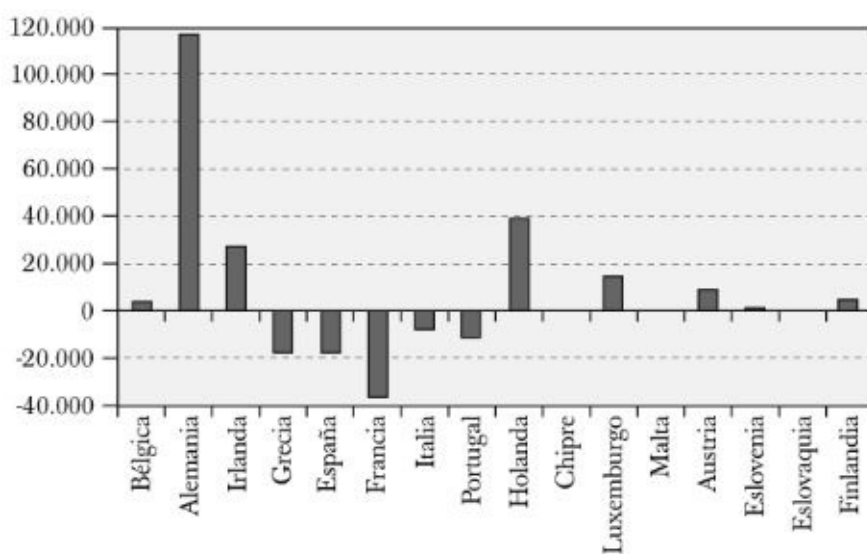


Fuente: BCE 2010.

Antes de la introducción del euro los países latinos que tenían salarios crecientes, sindicatos poderosos y mercados de trabajo inflexibles también perdieron competitividad frente a Alemania. Por entonces, sin embargo, las inflaciones y devoluciones devolvían la competitividad perdida y reducían los salarios reales. Simultáneamente, las importaciones se encarecían.

Cuando el marco alemán fue sustituido por el euro, el superávit de exportaciones de Alemania fue en parte compensado por los superávits de importaciones de los estados del sur. El gráfico 4 muestra los déficits y superávits comerciales de la Eurozona.

Gráfico 4: Balanza comercial de 2009 (en millones de euros).

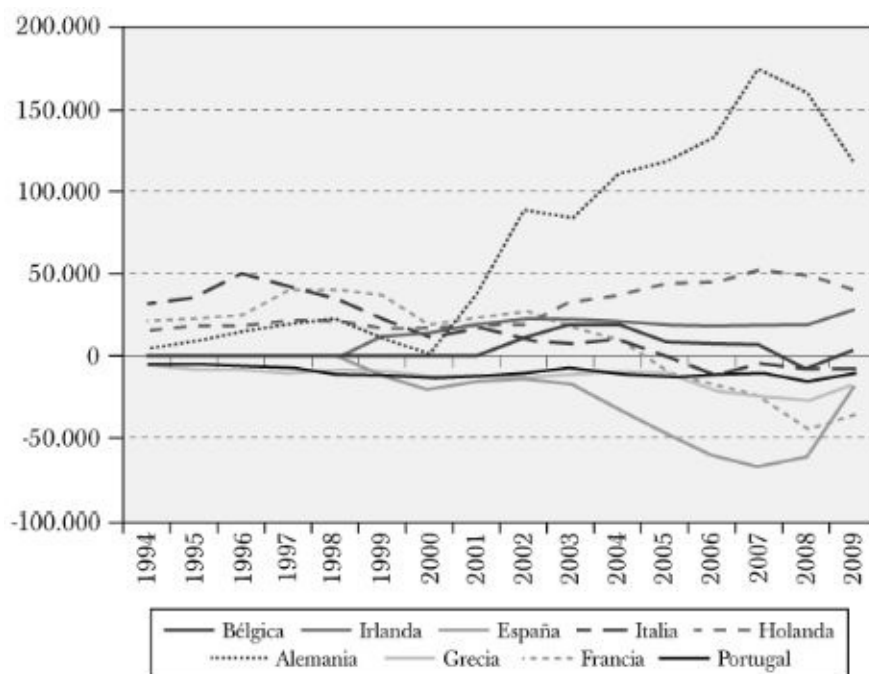


Fuente: Eurostat 2010.

En el gráfico 5 se advierte que el superávit comercial de Alemania ha crecido en

los últimos años debido a la mejora de la competitividad que acompaña al aumento del déficit comercial de otros países. De hecho, el superávit comercial de Alemania compensa con creces los tradicionales déficits comerciales de España, Portugal, Italia y Grecia.

Gráfico 5: Balanza comercial 1994-2009 (en millones de euros).



Fuente: Eurostat 2010.

Los déficits comerciales duraderos suponen un lastre para el valor de una moneda. Un déficit comercial significa que hay un superávit en otras partidas de la balanza de pagos: puede haber transferencias dinerarias hacia el país deficitario o el país puede aumentar su deuda exterior neta. Sin suficientes transferencias dinerarias, un déficit comercial implica que la deuda exterior pública o privada del país aumenta.

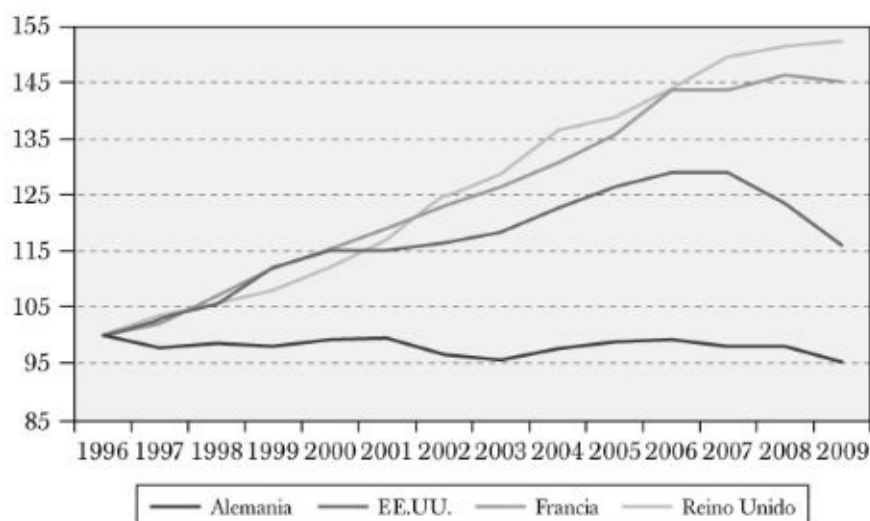
En este sentido, no es indiferente que el tenedor de la deuda sea un ciudadano o un extranjero. La deuda del gobierno japonés está en gran medida en manos de ciudadanos y bancos japoneses. La deuda de gobiernos como el español o el griego está en posesión de bancos extranjeros debido a sus déficits comerciales. En lugar de ahorrar lo suficiente para comprar la deuda de su gobierno, los griegos prefirieron importar más bienes y servicios que los que exportaron. Este consumo era financiado por los bancos extranjeros que compraban deuda griega.

El gobierno japonés puede obligar a sus bancos, por estar sujetos a la jurisdicción japonesa, a comprar sus bonos o a que no los vendan. El gobierno griego no puede obligar a los bancos extranjeros a mantener bonos griegos, ni a que sigan comprando deuda griega que financie su déficit. Si los bancos extranjeros dejasen de comprar bonos griegos o empezasen a venderlos, el gobierno podría declararse en suspensión de pagos. Los déficits comerciales y la resultante deuda exterior hacen vulnerable a

una moneda, mientras que los superávits comerciales y las posiciones netas en divisas la fortalecen.

El desarrollo del euro palidece en comparación con lo que podría haber sido el desarrollo del marco alemán. Las importaciones y el nivel de vida de Alemania no aumentaron tanto como lo habría hecho si se hubiese mantenido el marco. De hecho, las ventas minoristas reales quedaron por detrás de las de otras naciones industrializadas, como muestra el gráfico 6.

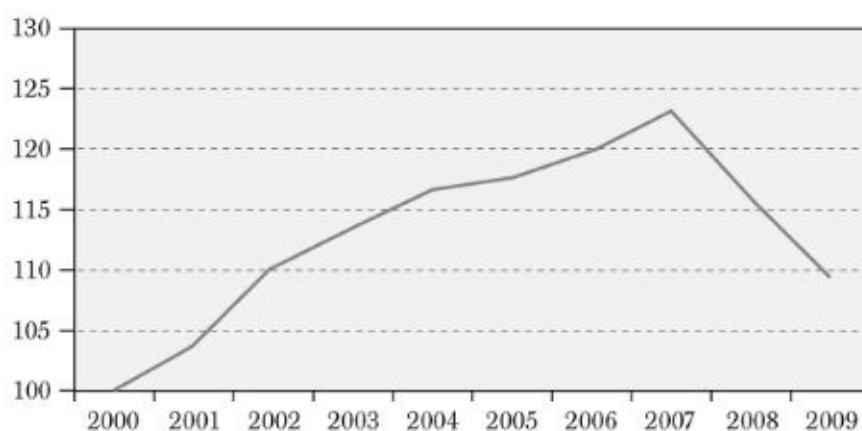
Gráfico 6: Ventas minoristas en Alemania, EE. UU., Francia y el Reino Unido (1996=100).



Fuente: Statistisches Bundesamt (Instituto Nacional de Estadística), FRED St. Louis, INSEE (2010).

Pero las ventas minoristas en los países mediterráneos aumentaron, y comenzaron a descender solo con la crisis económica de 2008. En España, solo desde 2000 a 2007, crecieron más del 20%.

Gráfico 7: Ventas minoristas en España (2000 = 100).



Fuente: INE (2010).

Las importaciones siguieron siendo más baratas para el sur de Europa de lo que lo habrían sido sin la unión monetaria. Pese a que los países inflacionistas perdieron

competitividad respecto a Alemania, el precio de las importaciones no subió tanto como lo habría hecho si estos países hubieran confiado en sus propias monedas. El resultado de combinar esto con tipos de interés artificialmente bajos fue el auge del consumo financiado mediante crédito, sobre todo en los estados del sur.

Un pretexto para hacer recortes presupuestarios

Los políticos del sur de Europa utilizaron el Tratado de Maastricht como pretexto (ante un electorado socialista) para acometer medidas desreguladoras y de ahorro presupuestario necesarias para evitar la bancarrota. A fin de cumplir los criterios de convergencia, los países del sur tuvieron que reducir sus déficits, recortar el gasto público y vender empresas públicas. De hecho, para muchos países el euro supuso la única oportunidad de retrasar la quiebra soberana o la hiperinflación. La deuda pública ya había puesto en graves apuros el Estado del Bienestar en Europa antes de la llegada del euro. En 1991, Bélgica, Irlanda e Italia habían contraído deudas del 132%, 113% y 103% del PIB, respectivamente^[68]. Incluso Holanda tenía una deuda del 83% del PIB, a no mucha distancia por delante de Grecia. Al final, la moneda europea era más una cuestión de poder y de dinero que de elevados ideales europeístas.

Ganancias y redistribución monetaria

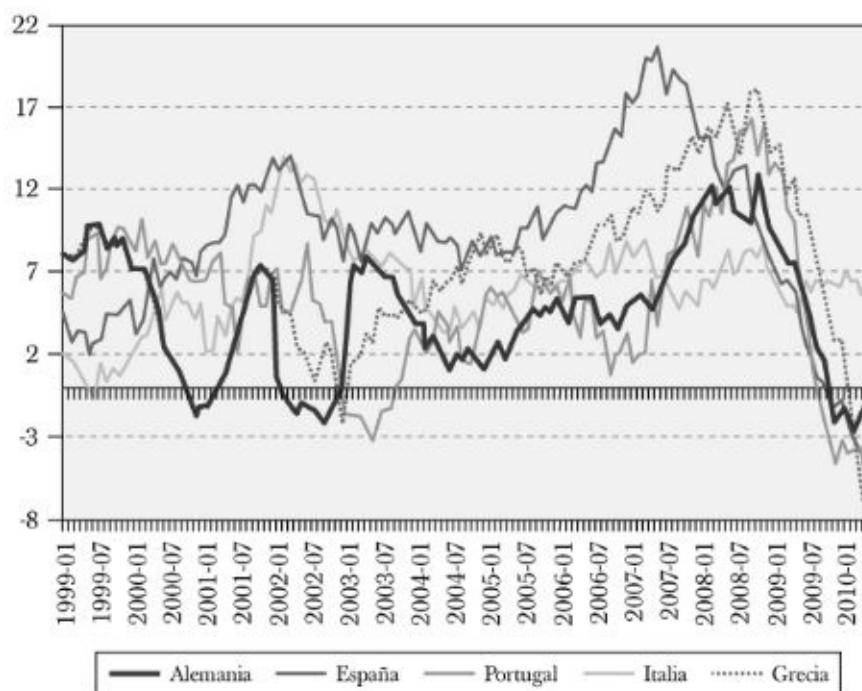
Tras la introducción del euro los desequilibrios no tardaron en aparecer y acumularse. El déficit por cuenta corriente de los estados del sur aumentó a causa del auge del consumo. La industria exportadora alemana prosperó. La apreciación del marco alemán habría causado problemas para los exportadores alemanes y reducido el superávit por cuenta corriente de Alemania; con el euro, sin embargo, esto ya no era posible.

Los nuevos euros creados mediante la expansión crediticia circularon desde los países del sur hasta Alemania, donde provocaron el alza de los precios. A medida que el BCE siguió financiando y asimilando el gasto en consumo de estos países se produjeron efectos de redistribución. El dinero de nueva creación entraba en los países del sur y con él se compraban productos alemanes.

En el gráfico 8 puede verse el crecimiento de la M3 (excluido el circulante) en España, Italia, Grecia, Portugal y Alemania. La oferta monetaria creció mucho más deprisa en los países mediterráneos. Las tasas de crecimiento de España y Grecia, especialmente, fueron mucho mayores que las de Alemania (la línea gruesa del gráfico) durante el periodo de auge desde principios del año 2000 al 2008. Por ejemplo, cuando el agregado monetario de Alemania caía en 2002, el de España e Italia experimentaba incrementos de dos dígitos. En 2004 el crecimiento de los

agregados monetarios de Alemania rondaba el 2%. Por la misma época, el de los países mediterráneos era por lo menos el doble. Cuando la expansión del sector de la construcción de viviendas de España se desbocó en 2007, la M3 crecía al 20%, mientras que el agregado alemán lo hacía entre el 5% y el 8%.

Gráfico 8: Crecimiento de la M3 en porcentaje (excluido el circulante) en España, Alemania, Italia, Grecia y Portugal (1999-2010).



Fuente: Bundesbank, Banco de España, Banco de Italia, Banco de Portugal, Banco de Grecia (2010).

La redistribución mediante la producción de dinero a distintas velocidades fomentó una cultura de decadencia. Esta clase de desarrollo económico se asemejó a la “maldición del oro” que aquejó a España tras el descubrimiento del Nuevo Mundo. Entonces, el nuevo dinero (oro) desembarcaba en España, que a continuación importaba bienes y servicios (militares, principalmente) del resto de Europa. Como consecuencia, aumentaron los beneficios de los exportadores europeos al mismo tiempo que la ineficiencia de la industria española.

Lo mismo ha ocurrido en la Eurozona. El dinero ha sido inyectado a mayor velocidad en los estados del sur, desde los cuales, después de ser utilizado para construir viviendas, se ha extendido al resto de la Eurozona a medida que países como España han importado bienes de Alemania y de otros países del norte. En consecuencia, ha aumentado el déficit por cuenta corriente de los países mediterráneos.

Si la inyección monetaria hubiera sido cosa de una sola vez, la situación se habría estabilizado pronto. La utilización de los nuevos euros para comprar bienes alemanes habría hecho que subieran los precios en Alemania en relación con los países del sur. Los precios y los salarios más bajos de estos países los habrían vuelto más eficientes

y habrían reducido el déficit por cuenta corriente.

Pero no se permitió que ocurriese este reajuste. En los estados mediterráneos el dinero de nueva creación siguió afluyendo más deprisa a las manos de gobiernos y consumidores, lo que impidió que los precios (que eran relativamente más altos que en Alemania) bajasen. El flujo de bienes desde Alemania a los países del sur continuó. El déficit por cuenta corriente se mantuvo y los países del sur, pese a seguir siendo relativamente improductivos, se acostumbraron a un nivel de consumo que no hubiera sido posible sin la ayuda del dinero de nueva creación. La inflación del sur de Europa fue exportada a Alemania, de la que se importó la estabilidad monetaria. Los precios en el sur no subieron tanto como lo habrían hecho sin las importaciones de Alemania, mientras que en Alemania crecieron más de lo que hubiera sido posible sin las exportaciones al sur de Europa.

Como si se tratara de una suerte de imperialismo monetario, los bancos y gobiernos de los países del sur crearon dinero que los alemanes tuvieron que aceptar^[69]. Por ejemplo, el banco central de Grecia imprime dinero para financiar el salario de un político griego. Después, este se compra un Mercedes (aunque también habría podido ser un tanque. Con una población de once millones de personas, Grecia es el mayor importador europeo de armamento convencional. El gasto militar en Grecia en relación con su PIB es el mayor de todos los países de la UE).

En un sistema de patrón oro, el oro saldría de Grecia para entrar a Alemania a cambio de importaciones. En economías que funcionan con moneda fiduciaria con tipos de cambio flexibles un político tendría que cambiar sus dracmas de nueva creación por marcos alemanes; el marco se apreciaría y al operario de la fábrica de automóviles alemana le saldrían más baratas sus siguientes vacaciones en Grecia. En el caso del euro, el papel moneda entra en Alemania, donde es aceptado como moneda de curso legal y provoca que los precios suban.

CAPÍTULO V

POR QUÉ ALEMANIA RENUNCIÓ AL MARCO

Si el euro es tan desventajoso para Alemania, ¿cómo es posible que aceptase su introducción? De hecho, la mayoría de la población quería conservar el marco (según algunos estudios, hasta el setenta por ciento de los alemanes). ¿Por qué no escucharon los políticos la opinión de la mayoría?

La explicación más plausible es que el gobierno alemán sacrificó el marco para favorecer la reunificación en 1990. Las negociaciones sobre la unificación comenzaron tras la caída del muro, y en ellas intervinieron las dos Alemanias y los aliados vencedores de la segunda guerra mundial: los Estados Unidos, Reino Unido, Francia y la Unión Soviética.

Alemania seguía sometida. Tras la segunda guerra mundial no se firmó ningún tratado de paz con ella. El Acuerdo de Potsdam de agosto de 1945 establecía que se rubricaría un tratado de paz una vez se estableciese un gobierno adecuado. No obstante, jamás se firmó nada. Alemania no disfrutó de soberanía plena porque los aliados mantuvieron derechos especiales de control hasta la entrada en vigor del Tratado Dos más Cuatro en 1991.^[70]

En 1990 la Unión Soviética seguía teniendo tropas destacadas en Alemania Oriental, mientras que los Estados Unidos, Francia y Gran Bretaña comandaban tropas en la parte occidental. Las cuatro fuerzas de ocupación eran potencias atómicas con una capacidad militar infinitamente superior a la de Alemania. Sin la autorización de estas cuatro potencias, la unificación alemana no hubiera sido posible. En particular, los gobiernos francés y británico temían el poder de una Alemania unificada que pudiera reclamar su lugar natural en la estructura de poder europea. A fin de cuentas, Alemania es la nación más poblada de Europa, la que cuenta con una economía más poderosa, y está situada en el centro estratégico de Europa^[71].

Con objeto de poner coto a este poder, el Tratado Dos más Cuatro, también denominado Tratado sobre el acuerdo final con respecto a Alemania, estableció que el gobierno alemán debía renunciar a los territorios que le fueron arrebatados tras la segunda guerra mundial. Además, Alemania tendría que pagar veintiún mil millones de marcos a la Unión Soviética a cambio de que esta retirase sus tropas de la parte oriental^[72]. El gobierno alemán tuvo que reducir el tamaño de su ejército y renovar su renuncia a poseer o controlar armas nucleares, biológicas y químicas.

Mucho más temible que el ejército alemán —compuesto principalmente de infantería destinada a frenar un ataque soviético contra la OTAN— era el Bundesbank. La entidad había obligado repetidamente a otras naciones a restringir la impresión de dinero o a reajustar sus tipos de cambio. Parece posible, o al menos

verosímil, que Alemania tuviera que renunciar al marco y a la soberanía monetaria a cambio de la unificación^[73]. Richard von Weizsäcker, ex presidente de Alemania, declaró que el euro sería ni más ni menos que el precio de la reunificación^[74]. Acerca de la llegada del euro, el ex secretario de exteriores Hans-Dietrich Genscher afirmó que los acontecimientos constituían el pago de promesas hechas por él durante el proceso de unificación de Alemania^[75]. Asimismo, el político alemán Norbert Blüm declaró que Alemania tuvo que hacer sacrificios, concretamente renunciar al marco, a cambio de dar una nueva forma a Europa^[76]. Horst Teltschik^[77], principal asesor de política exterior del canciller Helmut Kohl, se citó a sí mismo en una respuesta a un periodista francés tres semanas después de la caída del Muro de Berlín en 1989: “El gobierno de Alemania Federal quedaba ahora en una posición en que tenía que aceptar casi cualquier iniciativa francesa respecto a Europa”^[78].

Para Kohl el euro era una cuestión de guerra y paz. Tras la reunificación, Kohl pretendió construir una Europa unificada políticamente alrededor de Francia y Alemania, de acuerdo con su deseo de ganar un lugar en los libros de historia como el arquitecto de la reunificación alemana y de la unión política europea^[79]. Para lograrlo, necesitaba la colaboración del presidente francés, Mitterrand.

Brigitte Sauzay, antigua intérprete de Mitterrand, escribe en sus memorias que Mitterrand solo estaba dispuesto a aceptar la reunificación alemana si el canciller alemán sacrificaba el marco a favor del euro^[80]. Jacques Attali, asesor de Mitterrand, hizo unos comentarios similares durante una entrevista televisiva en 1998:

Tenemos la moneda única gracias a las reservas de Francia respecto a la reunificación incondicional [de Alemania] (...) No se habría creado la moneda única de no ser por la desconfianza de François Mitterrand hacia la unificación alemana.

Hubert Védrine, que también fue asesor de Mitterrand durante mucho tiempo, y después ministro de asuntos exteriores, confirma lo anterior:

El Presidente supo aprovechar la oportunidad, a finales de 1989, para obtener el compromiso de [el canciller alemán Helmut] Kohl. (...) Seis meses después hubiera sido demasiado tarde: ningún presidente francés hubiera estado en posición de obtener del canciller alemán su apoyo a la introducción de la moneda común^[81].

Tanto a François Mitterrand como a Margaret Thatcher les horrorizaba la idea de una Alemania unificada y “fuerte”. Alemania debía perder su arma más afilada. A sus vecinos les preocupaba la posibilidad de una nueva agresión. La unión monetaria era la solución para semejante amenaza, tal y como le dijo Mitterrand a Thatcher tras la

unificación alemana: “Sin una moneda común, todos estamos —vosotros y nosotros— bajo dominio alemán. Cuando suben sus tipos de interés, nosotros los seguimos y vosotros también, pese a que vosotros no participáis en nuestro sistema monetario. Solo seremos fuertes si existe un Banco Central Europeo donde decidamos juntos”.

La función del gobierno francés

Al término de la segunda guerra mundial, Francia era la nación militar y políticamente más poderosa del continente europeo al oeste del telón de acero. Los dirigentes franceses utilizaron esta circunstancia para ganar influencia en las instituciones europeas y disminuir el peso político de Alemania, su eterno rival. Ello explica que Francia esté sobrerrepresentada en la UE respecto a Alemania pese al tamaño de su población y de su PIB^[82]. El gobierno francés siempre había buscado acabar con la influencia del Bundesbank^[83]. Se pensaba que una moneda única ofrecía la oportunidad de fortalecer su posición y de conducir a Europa hacia un imperio regido por la clase dirigente francesa. El propio banco central de Francia estaba bajo control directo del gobierno desde 1993 y era utilizado para costear el gasto público. El Bundesbank era un obstáculo para este tipo de propósitos. El Banco de Francia quería estimular el crecimiento mediante expansión crediticia, pero como el Bundesbank, más independiente, no expandía la masa monetaria al mismo ritmo, Francia tuvo que devaluar su moneda varias veces.

El Bundesbank constituía un freno para la inflación francesa. El marco alemán funcionaba, en cierto sentido, como sustituto del patrón oro. Su poder provenía de su comportamiento menos inflacionista en comparación con el de la mayoría de los bancos centrales europeos; o lo que es lo mismo: de su independencia e intransigencia frente a las peticiones de inflación del gobierno alemán. Cuando el Bundesbank subió los tipos de interés, el Banco de Francia tuvo que hacer lo mismo so pena de depreciar el franco y verse obligado a reajustar el tipo de cambio después.

Desde el punto de vista francés, sin embargo, las políticas alemanas no eran suficientemente inflacionistas, y de ahí que los políticos galos se opusieran a la dirección del Bundesbank. Pese a perder la segunda guerra mundial y a ser militarmente débil, Alemania era capaz de dictar los tipos de interés y, de manera indirecta, de restringir el gasto público francés: un escándalo^[84]. Mitterrand señaló a su consejo de ministros en 1988: “Alemania es una gran nación con una soberanía restringida y un estatus diplomático limitado, pero que compensa esas debilidades con su fortaleza económica. En cierto modo, el marco es su arsenal atómico”^[85].

Es más, el gobierno francés sostenía que un banco central debería apoyar las acciones de su gobierno. En caso de alto desempleo, por ejemplo, debería rebajar los tipos de interés sin atender al alza de la inflación. En un banco central común que incluyese a los países mediterráneos, Alemania estaría en minoría y los políticos

franceses podrían hacerse con la dirección. En el BCE, Malta, por ejemplo, tiene el mismo voto que Alemania, pese a que el PIB de esta es 500 veces mayor. Una moneda común con un banco central común había sido un antiguo objetivo del gobierno francés por el que estaba dispuesto a sacrificar objetivos de corto plazo^[86].

Mitterrand, presidente de Francia desde 1981 a 1995, había odiado a Alemania en su juventud y despreciaba el capitalismo^[87]. Como patriota francés era un defensor acérrimo de la visión socialista de Europa y orientó sus políticas hacia la defensa de Francia contra la superioridad económica de su vecino oriental. La fortaleza de Alemania provenía de su moneda. La intención de Mitterrand era servirse del poder monetario de Alemania para los intereses del gobierno francés^[88]. El gobierno francés podía garantizar seguridad a los alemanes a cambio de participar de este poder. A finales de la década de 1980, al hablar de los misiles atómicos franceses de corto alcance que solo podrían explotar en Alemania, el asesor de Mitterrand en materia de asuntos exteriores Jacques Attali, para sorpresa de los negociadores alemanes, aludió a una bomba atómica alemana: el marco^[89]. El gobierno francés intentó servirse de su poderío militar para conseguir concesiones monetarias^[90].

Con la unificación de Alemania, los enemigos del marco pudieron presionar al gobierno alemán para que renunciase a él. Mitterrand quería bloquearla por completo: “Yo no tengo que hacer nada para detenerla. Los soviéticos lo harán por mí. Jamás permitirán tener a una gran Alemania frente a ellos”^[91]. Cuando la unión Soviética no la detuvo, Mitterrand aprovechó la oportunidad y buscó en Kohl un aliado del euro^[92]. Temía que, una vez que Kohl dimitiera, el gobierno alemán pudiera volver a ser una amenaza para la paz en Europa. Ambos políticos veían en la moneda común el medio de devolver el equilibrio político a Europa tras la reunificación. En general, los políticos europeos pensaron que una unión monetaria pondría coto al creciente poder de la Alemania unificada. Giscard d’Estaing declaró que con el fracaso de la unión monetaria sobrevendría la hegemonía de Alemania en Europa^[93].

Las tensiones se acentuaron cuando Kohl no reconoció las fronteras de la Alemania unificada y Polonia, que le ganó a Alemania un amplio territorio tras la segunda guerra mundial. Mitterrand exigía una moneda común por miedo a que, de lo contrario, el mundo regresase a su estado de 1913^[94]. En respuesta a esta gigantesca amenaza y a la perspectiva del aislamiento que supondría una alianza entre Francia, el Reino Unido y la Unión Soviética, Kohl acordó fijar la fecha para una reunión sobre la moneda común durante la segunda mitad de 1990. Llegó incluso a decir que la nueva divisa sería una cuestión de guerra y paz. Que Kohl aceptase un plan para su introducción aplacó por fin el miedo de Francia a una Alemania unificada.

Las ventajas para la clase dirigente alemana

El sacrificio del marco resultó del gusto de la clase dirigente alemana. Como ha

señalado Hans Hermann Hoppe, en nuestras sociedades existe una clase dirigente que utiliza el estado para explotar al resto de la población^[95]. El estado ejerce el monopolio de la coacción y es el que en última instancia toma las decisiones en los conflictos que afectan a un territorio. Además, tiene poder para cobrar impuestos e intervenir en la sociedad como desee.

La clase dirigente es explotadora, parásita, improductiva, posee una marcada conciencia de clase y necesita de una ideología que justifique sus acciones e impida la rebelión de la clase explotada. La clase explotada está representada por la mayoría, produce riqueza, es adoctrinada para obedecer a la dirigente y carece de conciencia de clase.

Todo estado tiene su propia clase dirigente conectada con grupos de interés. En consecuencia, la clase dirigente de Alemania y la de Francia pueden tener más en común que la clase dirigente alemana con la clase explotada de su país. De hecho, en Alemania las clases dirigente y explotada tienen intereses enfrentados. Pero hay muchas áreas en que las clases dirigentes francesa y alemana no son competidoras y podrían trabajar de forma mutuamente beneficiosa. Ambas quieren poder creciente sobre sus ciudadanos y que impere una ideología que favorezca al estado y el aumento de poder.

A partir de las observaciones anteriores es fácil entender por qué la clase dirigente alemana —o sea, políticos, bancos e industrias relacionadas, sobre todo exportadoras— apoyaron la entrada del euro. La moneda única podía beneficiarlos de muchas maneras.

1. No es exagerado asegurar que la clase dirigente no lamentó perder de vista al conservador Bundesbank, que había actuado en varias ocasiones contra las preferencias y peticiones de los políticos, por ejemplo al subir los tipos de interés en 1969 antes de las elecciones, lo que fortaleció en todo el mundo su reputación como banco contrario a la inflación. Además, el Bundesbank se negó a seguir las tasas de inflación de EE. UU. y dejó de intervenir a favor del dólar en marzo de 1973, lo que condujo al colapso del sistema de Bretton Woods y los tipos de cambio flexibles. También se opuso a que se estableciese la obligación de intervenir en el SME. Los responsables del Bundesbank rehusaron repetidamente las peticiones de los políticos, tanto alemanes como extranjeros, que reclamaban la reducción de los tipos de interés. Algunos de los dirigentes de la institución también veían con escepticismo la introducción del euro como herramienta de la integración económica. A menudo los dirigentes de la clase política alemana soportaban la doble carga de tratar con el descontento de sus vecinos y con la inflexible actuación monetaria del Bundesbank^[96].

El euro permitió a los políticos alemanes deshacerse de los tercios responsables del Bundesbank y poner fin a la “tiranía” de la entidad. Más inflación significaría más poder para la clase dirigente. Los políticos alemanes podrían esconderse tras el BCE y eludir la responsabilidad por la deuda y el gasto elevados.

El euro representó un paso hacia el establecimiento de una moneda mundial. Si se eliminase por completo la competencia monetaria los políticos tendrían poder ilimitado^[97]. Además, es más fácil lograr que cooperen la Fed y el BCE que la Fed y varios bancos centrales europeos.

2. Ciertos grupos de interés alemanes tenían mucho que ganar, principalmente un “avance” de la integración europea que comprendiese la armonización de niveles de calidad laborales, medioambientales y tecnológicos^[98]. De hecho, la introducción del euro salvó el proyecto europeo de centralización del poder estatal.

La armonización de los niveles de calidad laborales beneficiaba a los trabajadores sindicados. En Alemania dichos parámetros eran altos debido a la alta productividad de los trabajadores. En otros países, como Portugal o Grecia, los trabajadores contaban con menos capital en su trabajo, lo cual los hacía menos productivos. Para competir con el trabajador alemán, el portugués necesita niveles de calidad laboral inferiores que reduzcan el coste de su trabajo. El descenso de dichos niveles —por lo general temido por suponer una “carrera hacia el abismo”— amenazaba con rebajar las altas cotas de calidad de los trabajadores alemanes. Los trabajadores alemanes sindicados y con altos niveles de calidad no querían competir con los portugueses, que trabajaban con criterios de calidad diferentes. La ventaja competitiva derivada de la armonización daría margen a los sindicatos alemanes para aumentar su poder y sus privilegios.

La armonización de criterios medioambientales benefició a las empresas alemanas porque ya eran las más eficientes en este aspecto. Las empresas competidoras de otros países con criterios menos estrictos tuvieron que adoptar otros más costosos. Los intereses “verdes” quedaban satisfechos con la imposición de los criterios medioambientales alemanes al resto de la Unión Europea. Las empresas alemanas estaban a la cabeza en tecnología en cuestiones medioambientales y se beneficiaban de esta regulación. La imposición de los niveles tecnológicos alemanes en la UE dio a los exportadores alemanes una ventaja competitiva.

3. Los exportadores alemanes se beneficiaban doblemente de un euro inflacionario, puesto que otros países de la Eurozona ya no podían devaluar su moneda para ganar competitividad. De hecho, las crisis de divisas y las devaluaciones repentinas habían hecho peligrar la actividad de los exportadores alemanes. Una crisis de divisas también puso en peligro el mercado común. Con una moneda única ya no sería posible devaluar. El Primer Ministro italiano, Romano Prodi, empleó este argumento para convencer a los políticos alemanes de que permitiesen que una Italia sumida en deudas se uniese a la unión monetaria: apoyad nuestra entrada y nosotros os compraremos vuestras exportaciones^[99].

Además, los déficits comerciales y presupuestarios de los países del sur hicieron al euro sistemáticamente más débil de lo que el marco alemán lo hubiera sido. El mayor volumen de exportaciones de Alemania fue compensado con déficits comerciales de los Estados miembros menos competitivos. Como consecuencia, los

exportadores alemanes tenían ventaja sobre los países de fuera de la Eurozona. Los aumentos de la productividad no se plasmarían en apreciaciones de la moneda, al menos no si se la comparaba con el marco alemán.

4. La clase política alemana quería evitar el colapso político y financiero^[100]. En la década de 1990 muchas naciones europeas se hallaban al borde de la suspensión de pagos. Como las clases dirigentes no querían perder poder, se mostraron dispuestas a renunciar a parte del control sobre la producción de dinero a cambio de sobrevivir. Países con menos deuda como Alemania garantizarían la confianza de los acreedores de modo que el nivel general de deuda en Europa pudiera mantenerse y hasta aumentar. Esto explica muy bien el interés por la integración europea de los países altamente endeudados y al borde de la suspensión de pagos.

La clase dirigente puede ampliar su poder aumentando los impuestos, generando inflación o estimulando mayor endeudamiento. Pero los impuestos resultan impopulares. La inflación también resulta perjudicial cuando los ciudadanos empiezan a refugiarse en los valores reales y el sistema monetario corre peligro de hundirse. La deuda es una alternativa para la financiación de mayor gasto y mayor poder, y no resulta tan impopular como los impuestos. De hecho, puede llegar a producirse la “ilusión de la deuda pública”: los ciudadanos pueden sentirse más ricos si los gastos del gobierno llegan a financiarse mediante deuda pública en lugar de impuestos, pese a que, en cualquier caso, al final tienen que ser financiados vía inflación o impuestos so pena de que los acreedores corten el flujo de fondos hacia un gobierno endeudado en demasía.

¿Pero por qué tenía que asumir Alemania la función de avalista?

La introducción del euro y el respaldo implícito a las deudas de las demás naciones acompañaron a las transferencias directas e indirectas dentro del Eurosistema^[101]. La quiebra de los estados europeos, que hubiera tenido efectos adversos para la clase dirigente alemana, podía evitarse, al menos por un tiempo. El hundimiento de uno o varios países conduciría a la recesión. Debido a la división internacional del trabajo en Europa, una recesión golpearía a los grandes exportadores y a las empresas consolidadas, incluso en Alemania. La recaudación por impuestos descendería y también lo haría el apoyo de los ciudadanos.

Asimismo, la quiebra de un país probablemente perjudicase al sistema bancario interior y produjese un efecto dominó que afectase a todos los bancos de Europa, incluidos los alemanes. Las conexiones del sistema financiero internacional podrían provocar el hundimiento de los bancos alemanes, aliados de la clase dirigente alemana y partidarios de una moneda única. Una quiebra en forma de hiperinflación perjudicaría igualmente al comercio internacional y al sistema financiero. Las quiebras soberanas también podrían suponer el hundimiento de los respectivos gobiernos.

En suma, la introducción del euro no fue cuestión de un ideal europeo de libertad y paz. Todo lo contrario: el euro no era necesario ni para la libertad ni para la paz. De

hecho, provocó conflictos. Fue cuestión de poder y de dinero, nada más. El euro puso en manos de tecnócratas el más poderoso instrumento de poder económico: la unidad monetaria.

CAPÍTULO VI

EL MONOPOLIO MONETARIO DEL BCE

Reflexionemos por un momento acerca de la tremenda influencia que el BCE ejerce sobre las vidas de todos los ciudadanos de la Unión Monetaria Europea (UME). En una sociedad libre, ninguna institución llegaría a acaparar semejante poder. Pese a que la inmensa concentración de poder de la era soviética es cosa del pasado, el BCE acapara hoy el control total del ámbito económico. Al tener la facultad de crear dinero, el BCE es capaz de ayudar a moldear el futuro de una sociedad.

Imagine que usted tiene el mismo poder que el BCE y es la única persona que puede crear dinero. Digamos que pudiera imprimir billetes desde su ordenador personal o, mejor aún, que pudiera acceder a su cuenta bancaria por internet e ingresar la suma que se le antojase. Además, todos tendrían que aceptar el dinero que usted creara. Su poder sería comparable al del anillo de Tolkien. ¿Lo usaría? La tentación sería casi irresistible. Podría emplearlo para hacer el bien, pero la consecuencia sería que a usted, a su familia y a sus amigos afluiría un caudal interminable de bienes y servicios a cambio del dinero de nueva creación. Esto haría que los precios tendieran a subir. Si usted quisiera comprar un BMW, le bastaría con crear dinero nuevo. Luego, tendría que ofrecer más por él que la persona que se lo hubiese llevado si usted no hubiera producido el dinero extra. Los precios subirían. Usted se queda con el BMW. Con el dinero, el dueño del concesionario le compra a su esposa un abrigo, lo que hace que los precios de los abrigos suban. Los ingresos del fabricante de abrigos aumentan y este empieza a gastar. Poco a poco, el dinero nuevo se extiende por toda la economía, haciendo que suban los precios y orientando el flujo de bienes y servicios hacia los primeros receptores del dinero nuevo.

Si bien es verdad que el poder de imprimir dinero a placer es casi irresistible, hay que ser cuidadoso y no abusar por varios motivos.

La gente puede oponerse a lo que usted hace e intentar acabar con su poder. Cuando vean que le basta con imprimir dinero y que usted se enriquece mientras ellos se empobrecen, algunos pueden que se subleven. Antes de que eso pase, a lo mejor decide usted crear menos dinero. Pero existen otras formas de camuflar esta fuente de malestar y descontento. Podría diseñar una estrategia que ocultase la creación de dinero y crease distracciones. Podría optar por transferir los nuevos fondos a lo largo de varias etapas con un sistema muy intrincado cuyo mecanismo fuera difícil de comprender. (Más adelante veremos cómo el BCE hace esto mismo). También podría intentar convencer a la gente de que lo que usted hace es bueno para todos. Podría asegurar que está ayudando a estabilizar el nivel de precios, o que está intentando estimular el empleo por amor al prójimo. (Estos mismos son, por cierto, los objetivos oficiales del BCE).

Pudiera ser que la gente empezase a decir que usted les gusta y que sin usted el sistema financiero se hundiría. A usted le convendría centrar su argumentación en alguna consecuencia importante del dinero, en lugar de en su producción; diga que usted controla los tipos de interés por el bien de la sociedad. O sea, subraye el efecto de sus políticas (por ejemplo, los cambios en los tipos de interés) y no lo que está haciendo para manipularlos (crear dinero). Diga que usted está bajando los tipos de interés para facilitar la inversión y la creación de empleo. Utilice metáforas: su producción de dinero es el aceite lubricante que la economía necesita para funcionar bien. Desarrolle teorías que apoyen sus acciones. Pague a economistas para que lo apoyen y desarrollen las correspondientes teorías monetarias, aunque sus extravagancias (aviones, coches y fiestas) le cuesten unos cuantos euros (nuevos)^[102]. Uno de los argumentos que usted puede plantear es que lo que está haciendo es necesario para evitar un desastroso descenso de los precios. Otro es que el sistema bancario necesita dinero nuevo y de lo contrario se colapsaría, lo cual tendría consecuencias apocalípticas. Habrá conseguido sus objetivos cuando las víctimas y los perdedores de su plan empiecen a creer que usted les está haciendo un bien al producir dinero.

Con todo, tiene que procurar que el dinero que usted cree no altere demasiado la economía. No le conviene que el caos sea muy grande. Usted querrá seguir pudiendo comprar BMWs y disfrutando de los avances tecnológicos. Si la gente empieza a dejar de ahorrar y de invertir por culpa de la inflación, se detendrá la fabricación de coches. Si la incertidumbre crece demasiado, usted tendrá que renunciar a muchas de sus ventajas. Si su dinero de nueva creación causa demasiadas perturbaciones y distorsiones, y estas se manifiestan en forma de ciclos económicos, la productividad se resentirá, y a usted esto no le vendrá bien. Procure que no haya hiperinflación y que el sistema monetario no se hunda. De lo contrario, todos dejarán de aceptar el dinero que usted imprima y se esfumará su poder.

Como señalé antes, a usted le conviene cubrir su rastro. Para ello, levante un complejo sistema financiero que sea difícil de entender. Conceda privilegios a algunos a cambio de su amistad y ayuda eterna. El privilegio consistirá en permitirles participar en su monopolio otorgándoles una especie de franquicia para la creación auxiliar de dinero. Estas personas —que denominaremos banqueros con reserva fraccionaria— no pueden imprimir dinero, pero si mantienen reservas con usted recibirán el privilegio de imprimir sustitutos monetarios (depósitos a la vista, por ejemplo) por valor superior al de sus reservas. Veamos un ejemplo sencillo de cómo funcionaría esta franquicia. Supongamos que usted (el banco central) imprime 100.000 euros para comprarse un BMW. Tras la compra, el dueño del concesionario deposita el dinero en el banco A. El balance del banco A muestra lo siguiente:

Debe

Caja 100.000 €

Haber

Depósito realizado por el dueño del concesionario de la BMW 100.000 €

El banco tiene en reserva el cien por cien del depósito que hizo el dueño del concesionario BMW con la intención de mantenerlo a su disposición. De acuerdo con los principios generales del Derecho, la entidad tiene la obligación de custodiar el dinero y de garantizar su plena disponibilidad. En el ejemplo, la oferta monetaria es la suma en efectivo creada por el banco central y que el dueño del concesionario mantiene, mediante un sustituto monetario, en forma de depósito a la vista por un montante de 100.000 euros. Imagine que ahora al Banco A se le concede el privilegio de operar solamente con una reserva del 10% en lugar del 100% de la cantidad entregada en guarda y custodia. Gracias a esto el Banco A podrá comprar activos (préstamos, viviendas, etc.) y pagar con depósitos de nueva creación. O sea, que la entidad puede conceder créditos a otra persona y colocarle el nuevo dinero en su cuenta.

Debe

Caja 100.000 €

Haber

Depósito realizado por el dueño del concesionario de la BMW 100.000 €

Préstamo al Sr. Pérez 90.000€

Depósito al Sr. Pérez 90.000€

Por arte de magia, el banco ha creado dinero nuevo por un montante de 90.000 euros que ha traspasado a la cuenta del señor Pérez. Cuando, a continuación, este lo gaste por completo comprando bienes al señor López, las reservas del Banco A habrán descendido hasta los 10.000 euros. El depósito del señor Pérez se esfuma y el Banco A mantiene un coeficiente de caja del 10%. El balance de la entidad no presenta cambios:

Debe

Caja 100.000 €

Haber

Depósito realizado por el dueño del concesionario de la BMW 100.000 €

Préstamo al Sr. Pérez 90.000€

Depósito al Sr. Pérez 90.000€

Imaginemos ahora que el señor López es cliente del Banco B, donde deposita los 90,000 euros. Ahora, será esta entidad la que expanda el crédito. Manteniendo un coeficiente de caja del 10%, el Banco B puede conceder un préstamo por un importe de 81.000 euros al señor Rodríguez.

Debe

Caja 90.000 euros

Préstamo al Sr. Rodríguez 81.000 euros

HaberDepósito realizado por el señor López
90.000 euros

Depósito al Sr. Rodríguez 81.000 euros

Ahora, el señor Rodríguez puede retirar el dinero de su cuenta y dárselo al señor González en pago por la compra de un bien o servicio. Tras esta operación, el balance del Banco B es el siguiente:

Debe

Caja 9.000 €

Préstamo al Sr. Rodríguez 81.000 €

HaberDepósito realizado por el señor López
90.000 €

El señor González es cliente del Banco C, donde ingresa su dinero (81.000 euros). Con las nuevas reservas en efectivo que recibe, el Banco C crea dinero nuevo para conceder un préstamo a la señora Ruiz. Manteniendo un coeficiente de caja del 10%, el préstamo asciende a 72.900 euros. Esto se refleja así en el balance del Banco C:

Debe

Caja 81.000 €

Préstamo a la Sra. Ruiz 72.900 €

HaberDepósito realizado por el señor González
81.000 €

Depósito a la Sra. Ruiz 72.900 €

Y de esta manera continuaría el proceso de creación de dinero. Suponiendo que no existe fricción (préstamos no utilizados) y que el coeficiente de caja se mantiene en el 10%, el sistema bancario es capaz de multiplicar por diez el depósito original de 100.000 € (Tabla 1).

TABLA 1
EXPANSIÓN CREDITICIA EN UN SISTEMA
DE BANCOS PEQUEÑOS

	<i>Dinero que queda en la caja de cada banco</i>	<i>Expansión crediticia (Préstamos creados de la nada)</i>	<i>Depósitos</i>
Banco A	10.000	90.000	100.000
Banco B	9.000	81.000	90.000
Banco C	8.100	72.900	81.000
Banco D	7.290	65.600	72.900
Banco E	6.560	59.000	65.600
Banco F	5.970	53.100	59.000
Banco G	5.310	47.800	53.100
Banco H	4.780	43.000	47.800
Banco I	4.300	38.700	43.000
Banco J	3.780	34.000	37.800
...	...	...	...
Totales del sistema bancario			
$d = 100.000$ $x = d(1-c)/c = 900.000$ $d/c = 1.000.000$			
[d=depósitos originarios; x= dinero producto de la expansión crediticia;			
c= coeficiente de caja]			
Nota: Se han redondeado las 3 últimas cifras.			
Fuente: Huerta de Soto, <i>Dinero, crédito bancario y ciclos económicos</i> , p. 186).			

El rentable negocio de producir dinero ha sido posible únicamente gracias al privilegio del gobierno, que en este ejemplo es usted. En cierto sentido, es como si el gobierno fuera el jefe del sistema bancario y el Sr. Pérez fuera el propio gobierno. Usted concedió a los bancos el privilegio de crear dinero y, a cambio, los bancos lo financian a usted concediéndole préstamos o comprando bonos emitidos por usted. De hecho, si se obvian todas las maniobras de distracción y las complicaciones, es más fácil pensar que el dueño de la máquina de imprimir billetes —usted (el gobierno)— y el sistema bancario son una única institución. El sistema de franquicia de la banca con reserva fraccionaria potencia el poder de la creación de dinero. A partir de 100.000 euros de billetes de nueva creación, el sistema produjo 1.000.000. Al comprar los bonos que usted emite, los precios de estos suben y su interés baja, y usted se beneficia de los tipos de interés más bajos.

Las conexiones entre los bancos centrales, los banqueros y el gobierno no son superficiales. Forman un grupo elitista que trabaja en equipo. Los banqueros y los políticos raramente se critican unos a otros. Con frecuencia se reúnen para comer y conversar. El gobierno establece su propia máquina de imprimir billetes (llamada “banco central”). El banco central compra gran parte de los bonos emitidos por el gobierno, ayudándolo así a financiarse. El gobierno abona los intereses de estos bonos, lo cual aumenta los beneficios del banco central. A continuación, estos beneficios se transfieren al gobierno. Al vencimiento de los bonos, el gobierno

tampoco tiene que pagar el principal, puesto que el banco central compra un bono nuevo con el que se paga el viejo; la deuda se vuelve *renovable*. El sistema de franquicia entra en juego en un nivel inferior. Los bancos poseen el privilegio de crear dinero, pero también compran deuda pública o la usan como garantía para obtener créditos del banco central. Pero la banca no solo financia al gobierno con el dinero nuevo. Una parte importante de su negocio consiste en conceder préstamos a consumidores y emprendedores. Con todo, el sistema bancario nunca traiciona al gobierno, sino que financia sus deudas y es recompensado por ello por el banco central, que compra bonos directamente del sistema bancario o los acepta como garantía de los nuevos préstamos a la banca.

Al final, el sistema es simple. La máquina de imprimir billetes es fuente de enormes tentaciones. Por ejemplo, la de comprar votos o cumplir cualquier sueño político. Utilizarla provoca un efecto de redistribución que beneficia al gobierno y a los que primero reciben el nuevo dinero, en perjuicio de todos los demás. La maniobra queda convenientemente oculta porque el gobierno separa los flujos de dinero institucionalmente. El banco central es supuestamente “independiente”, pero aun así compra deuda pública y devuelve los beneficios al gobierno. En el sistema de franquicias los bancos participan de las ventajas de la creación de dinero y, a su vez, ayudan a financiar al gobierno. Aunque las conexiones son complicadas, al final todo se resume en que una persona tiene una máquina de imprimir billetes y la usa en beneficio propio.

CAPÍTULO VII

CÓMO PRODUCE DINERO LA FED Y CÓMO LO HACE EL BCE

Tanto la Fed como el BCE se dedican al lucrativo negocio de la producción de papel moneda en régimen de monopolio. La una posee la máquina de imprimir dólares, y el otro la de euros. De acuerdo con su misión, la Fed es intrínsecamente más inflacionista dada su tradición y su mandato dual: garantizar por igual la estabilidad de los precios y el crecimiento. El BCE, en cambio, tiene un objetivo jerarquizado: en primer lugar, lograr la estabilidad de los precios; después, apoyar las políticas económicas^[103].

Por lo que respecta a sus políticas de actuación, entre las dos instituciones existen solo pequeñas diferencias. Tradicionalmente, la Reserva Federal (Fed) ha comprado y vendido deuda pública con el fin de actuar sobre la oferta y el tipo de interés. He aquí el balance simplificado de la Reserva Federal.

Debe	Haber
Bonos 50 \$	Billetes 20 \$
	Reservas 80 \$
Oro 30 \$	
Reservas de divisas 20 \$	

En este ejemplo la Reserva Federal ha suministrado una base monetaria de cien dólares compuesta por veinte dólares en billetes y ochenta en forma de depósitos que los bancos mantienen en la Fed. La Fed respalda este pasivo con activos por un total de cincuenta dólares en forma de bonos, treinta dólares en oro y veinte en reservas en divisas. El sistema de banca con reserva fraccionaria es capaz de expandir la masa monetaria por encima del importe de estas reservas y billetes concediendo préstamos o comprando bonos.

Cuando la Fed desea añadir reservas a este sistema, lo normal es que compre bonos del gobierno. Supongamos que la Fed compra al sistema bancario bonos por cincuenta dólares.

Debe	Haber
Bonos del gobierno 100 \$	Billetes 20 \$
Oro 30 \$	Reservas 130 \$
Reservas de divisas 20 \$	

Esto significa un aumento de los bonos por un importe de 100 dólares en el lado del activo y de reservas por 130 dólares en el del pasivo. La compra de este tipo de deuda pública se denomina “operación de mercado abierto”. La Fed suele recurrir a esta clase de operaciones una vez a la semana para manipular el tipo de interés de los fondos federales, es decir, el tipo de interés al que se prestan reservas en el mercado interbancario de un día para otro. Cuando aumentan las reservas bancarias el tipo de interés de los fondos federales tiende a caer, y viceversa. La importancia que se da al objetivo para este tipo de interés desvía la atención de la maniobra subyacente, a saber: los aumentos de la oferta monetaria para favorecer al gobierno y a sus amigos. La iniciativa para alterar la cuantía de la base monetaria la toma en parte la Fed.

Otro modo de aumentar las reservas bancarias es prestar a los bancos. La Fed lo hace mediante ventas con pacto de recompra (*repos*) en que la iniciativa corresponde a los bancos (en el debe del balance aumentan las ventas con pacto de recompra; en el haber, aumentan las reservas). En un *repo*, el prestatario se compromete a vender un activo a un prestamista y a recomprarlo en el futuro a un precio fijo. La diferencia en el precio es el interés que se paga. Los *repos* de la Fed son una especie de operaciones de mercado abierto, se hacen todos los días y suelen tener vencimientos muy cortos (de un día para otro).

Para recibir financiación a través de *repos* de la Fed los bancos deben presentar títulos que la Fed acepte como garantía. Si el banco es incapaz de devolver el préstamo, la Fed cuenta con ellos para recuperar lo prestado. Tradicionalmente la Fed ha aceptado deuda pública del gobierno estadounidense como activo de garantía en los pactos de recompra. La Fed se asegura de mantener una demanda constante de bonos, y los bancos saben que son aceptados como garantía a cambio de préstamos. El procedimiento es el siguiente. Dotados del privilegio de mantener reservas fraccionarias, los bancos crean dinero de la nada. Con parte del dinero de nueva creación compran títulos de deuda pública que la Fed acepta como garantía y que también puede comprar directamente. Como resultado de estas compras el interés de los bonos descende, y ello hace que el gobierno pague menos intereses por la deuda que emite.

Otra manera de prestar es la llamada “ventanilla de descuento”. Aquí la iniciativa corresponde a los bancos, que pueden pedir prestado dinero de un día para otro a través de la ventanilla de descuento a un tipo de interés más alto que de los fondos federales. Este procedimiento es útil para bancos que necesitan fondos y están

dispuestos a pagarlos a un tipo de interés mayor. En épocas normales los bancos no lo utilizan por la penalización que comporta. Además, la identidad de los usuarios de la ventanilla se hace pública, por lo cual no resulta atractiva.

Durante la crisis de 2008, la Fed emprendió otros programas de préstamo con vencimientos más largos que se dirigieron a una gama de entidades más amplia (no solo a bancos comerciales) y en los que se ampliaba el tipo de garantías aceptadas. La Fed también comenzó a comprar grandes cantidades de deuda emitida por organismos públicos, así como títulos hipotecarios emitidos por Freddie Mac y Fannie Mae.

El BCE opera de forma parecida a como lo hace la Fed, aunque con algunas peculiaridades. El BCE utiliza tres instrumentos en su política monetaria (que es un eufemismo para no decir “creación de dinero”): modificación del coeficiente de caja, operaciones de mercado abierto y las facilidades permanentes. Los bancos deben mantener reservas en sus cuentas con el BCE en función de sus depósitos. Por cada 100 euros que deposite un cliente, el banco debe mantener 2 en su cuenta con el BCE y puede prestar 98. Al reducir (o aumentar) el importe de las reservas que los bancos deben mantener en sus cuentas con el BCE, las entidades pueden expandir el crédito (o pueden verse forzadas a restringirlo). No obstante lo anterior, apenas se recurre a este instrumento y las reservas exigidas para depósitos a la vista suelen mantenerse en el 2%.

Más importantes son las operaciones de mercado abierto y las facilidades permanentes (la facilidad marginal de crédito y la de depósito). La diferencia entre las dos estriba en que la iniciativa de las operaciones de mercado abierto parte del BCE, mientras que la iniciativa de usar las facilidades corresponde a los bancos. La facilidad de depósito permite a las entidades depositar dinero en el BCE de un día para otro y recibir un interés por él. El tipo de interés de la facilidad de depósito es el límite inferior para el tipo del mercado interbancario. Este mecanismo del BCE hace que ningún banco acepte un tipo de interés más bajo para sus fondos en el interbancario. La facilidad marginal de crédito (parecida a la ventanilla de descuento de la Fed) permite a los bancos pedir préstamos al BCE a un tipo de interés de penalización. Por este procedimiento el BCE crea nueva base monetaria solamente si se lo piden los bancos. El tipo marginal de interés en esta clase de préstamos representa el límite superior para el tipo del interbancario, pues ningún banco pagaría un interés más alto que el que cobra la facilidad marginal de crédito.

La facilidad marginal de crédito plantea a los bancos dos requisitos más. En primer lugar, solo pueden obtener fondos mediante este procedimiento al tipo de interés de penalización si aportan garantías suficientes. Los títulos depositados en garantía deben ser de calidad. Existen tres agencias autorizadas (es decir, que cuentan con un privilegio) que la certifican: Moody's, Fitch y Standard and Poor's. En principio, el BCE no acepta como garantía de sus préstamos bonos calificados como arriesgados o de baja calidad.

En segundo lugar, se aplica un recorte al valor del activo de garantía en función de su vencimiento y su riesgo. Si un banco presenta un bono con un valor de 1.000 euros, no obtendrá un préstamo por 1.000 euros, sino por un montante inferior. El recorte de valoración es una protección contra posibles pérdidas. Imagine que el banco no pudiera devolver el préstamo y que el BCE tuviera que vender el bono para recuperar los fondos. Entre tanto, el valor del bono ha caído hasta los 900 euros. Si no se hubiese aplicado ningún recorte, el BCE perdería 100 euros. En principio, las pérdidas no son un problema para el BCE, puesto que su funcionamiento no persigue el logro de beneficios. Para seguir operando, al BCE le bastaría con crear dinero para responder a sus pagos y prestar al sistema bancario. No obstante, los bancos centrales intentan evitar las pérdidas a medida que reducen su capital. Incurrir en pérdidas podría dar lugar a extrañas maniobras contables y a que se debilitase la confianza en la moneda. Con un recorte de valoración del 10% el banco puede obtener un préstamo de 900 euros contra su bono de 1.000. No es de extrañar que los recortes que se aplican a la deuda emitida por los gobiernos sean menores que los aplicados a otro tipo de títulos. He ahí otra manera de promover discretamente que los gobiernos se financien con dinero de nueva creación.

Al contrario de lo que ocurre con la facilidad marginal de crédito, la iniciativa en las operaciones de mercado abierto corresponde al BCE. Principalmente, existen dos formas de crear dinero mediante este mecanismo. Por un lado, el BCE puede comprar o vender títulos directamente. No obstante, este no es el procedimiento habitual para manipular la oferta monetaria.

Normalmente, el BCE utiliza el segundo método y presta dinero nuevo a los bancos a través de sus operaciones temporales de mercado abierto, que difieren en cuanto a su finalidad y a su vencimiento. Existen las operaciones de financiación estructurada, las de ajuste (¿no le recuerda al término “ajuste fino”, del vocabulario de la ingeniería social?), las de financiación a largo plazo y las operaciones principales de financiación. En ellas no se compran títulos, sino que estos se usan en operaciones temporales aplicables sobre la base de *repos* o de préstamos garantizados. Un préstamo garantizado es parecido a un *repo*.

En un *repo* el BCE compra un título con el dinero nuevo y lo vende a un precio mayor, siendo la diferencia el tipo de interés. Por ejemplo, puede comprar un título por 1.000 euros y venderlo por 1.010 euros al cabo de un año ganando un interés del 1%.

En un préstamo garantizado, sin embargo, el banco recibe 1.000 euros entregando el título como garantía y pagando 10 euros en concepto de intereses. La diferencia entre el *repo* y el préstamo garantizado es fundamentalmente de naturaleza legal. En el *repo*, la propiedad de la garantía pasa al BCE, mientras que en el préstamo garantizado la mantiene el banco prestatario que entrega en prenda.

Cada semana el BCE decide cuánta base monetaria inyectar en la UME. Normalmente los vencimientos son de dos semanas. En esencia, el BCE subasta

públicamente el dinero a tipo fijo o a tipo variable. En el primer caso, el tipo de interés lo fija el BCE y los bancos reciben dinero nuevo en proporción a sus pujas. En el segundo, los bancos pujan por una cantidad de dinero, ofrecen un tipo de interés, y se les sirve de acuerdo con el interés que hayan ofertado.

Diferencias

Una de las diferencias principales entre el BCE y la Fed es que el BCE siempre ha aceptado una gama más amplia de garantías, por lo que sus políticas se han considerado más “flexibles”. La Fed acepta o compra en sus operaciones de mercado abierto solo títulos calificados como AAA, fundamentalmente bonos del Tesoro, deuda del gobierno federal o titulizaciones hipotecarias garantizadas por organismos federales^[104]. En la ventanilla de descuento se aceptan títulos con el grado de inversión (con una calificación de BBB- o superior)^[105].

Tradicionalmente el BCE ha aceptado una gama mayor de garantías en sus operaciones de mercado abierto. Además de deuda pública, el BCE acepta titulizaciones hipotecarias, préstamos garantizados y otra clase de instrumentos de deuda que posean una calificación de A- o superior. Como medida de emergencia, durante la crisis se redujo a BBB- la calificación mínima exigida por un periodo de un año. No obstante, a punto de cumplirse el plazo, este se prolongó, dado que la calificación de Grecia corría el peligro de bajar demasiado. Finalmente se hizo una excepción con la deuda griega, que sería aceptada fuese cual fuese su calificación.

Ambos bancos centrales respaldan la deuda de sus gobiernos, pero de maneras distintas. Mientras la Fed utiliza solamente bonos, deuda de organismos públicos, o títulos garantizados por dichos organismos —estimulando así su demanda—, el BCE otorga un trato preferencial a los títulos de deuda pública mediante la aplicación de un recorte de valoración menor.

Otra pequeña diferencia entre la Fed y el BCE estriba en el modo en que alteran la oferta monetaria, o sea, la forma en que crean dinero nuevo. En sus operaciones de mercado abierto la Fed prefiere comprar títulos directamente, mientras que el BCE prefiere las operaciones temporales.

Imagine que la Fed quiere aumentar la oferta monetaria por importe de 1.000 dólares y para ello compra deuda pública por ese valor. Habrá aumentado 1.000 dólares mientras la Fed no devuelva la deuda vendiéndola de nuevo al sistema bancario. La Fed recibe el interés que genere y se lo transfiere al gobierno en forma de beneficios.

Si el BCE se propone aumentar la oferta monetaria por importe de 1.000 euros, subasta esa suma en operaciones temporales aceptando deuda pública como garantía y aplicando recortes de valoración. El BCE también percibe intereses del préstamo, los cuales devuelve en forma de beneficios a los bancos miembros, que los transfieren a sus respectivos gobiernos. Al vencimiento de los préstamos, el BCE

puede elegir renovarlos, en cuyo caso se mantiene el aumento de 1.000 dólares en la oferta monetaria. En ambas instancias se usa la deuda pública *de facto* para crear dinero nuevo. La operación se salda cuando la Fed vende la deuda pública o cuando el BCE opta por no renovar el préstamo al sistema bancario.

La financiación de los gobiernos a través del BCE

Cuando un gobierno gasta más de lo que recauda mediante impuestos, emite deuda. Al contrario que la Fed, el BCE no suele comprar esta deuda directamente (si bien esto cambió con la reciente crisis soberana)^[106],^[107]. Imagine que un gobierno vende un bono por valor de 1.000 euros con vencimiento a diez años. Los bancos lo comprarán, posiblemente creando dinero nuevo, porque saben que el BCE lo aceptará como garantía.

El BCE acepta el bono en una operación temporal (por ejemplo, en un préstamo con garantía y vencimiento a una semana o a un mes) y presta dinero nuevo a los bancos. Al cabo de los siete días, al BCE le basta con renovar el préstamo y aceptar el bono para mantener la oferta monetaria. El BCE puede repetir esta operación por espacio de diez años. Pasado ese tiempo, el gobierno tendrá que pagar el bono, cosa que probablemente hará emitiendo otro, y así sucesivamente. De este modo no tiene por qué pagar su deuda jamás; le basta con emitir deuda nueva que pague la antigua. ¿Pero paga al menos el interés del bono? El pago de intereses se hace al BCE. Como señalé antes, parte de esos intereses regresa al gobierno, dado que los beneficios del BCE se devuelven en función del capital de los distintos bancos centrales. Desde ellos, regresan a los respectivos gobiernos. ¿Y qué hay de los intereses que no regresan, es decir, que no se devuelven al gobierno en forma de beneficios? ¿Acaso tampoco los pagan los gobiernos? Como he explicado, el gobierno no tiene más que emitir otro bono para responder a esta clase de pagos. Los bancos compran el bono y el BCE lo acepta como garantía. De esta forma el BCE es capaz de financiar los déficits de los Estados miembros.

Entonces, ¿cómo es posible que Grecia haya llegado a tener problemas para refinanciarse? Lo que Grecia tuvo fueron problemas para renovar su deuda. Se temía que el BCE dejase de aceptar deuda griega y que su calificación cayera por debajo del mínimo. Los agentes del mercado comenzaron a intuir que los problemas políticos de Grecia causados por sus deudas y déficits crecientes podrían poner fin a la monetización de la deuda griega. En algún momento el gobierno alemán y otros gobiernos europeos alzarían la voz exigiendo que el BCE dejase de financiar al país heleno. También se temía que otros países se negasen a rescatarlo mediante préstamos directos. Esta clase de ayuda directa es contraria a los términos del Tratado de Maastricht, por no hablar de los graves problemas políticos que entrañaría intentar persuadir a los ciudadanos.

Al final, el rescate de Grecia puede haber resultado económicamente inviable. El

riesgo de suspensión de pagos aumentó y los tipos de interés de la deuda griega se dispararon, lo que provocó una crisis de deuda soberana.

CAPÍTULO VIII

LA UME, UN SISTEMA AUTODESTRUCTIVO

Cuando los derechos de propiedad del dinero no están correctamente definidos, se producen externalidades negativas. El diseño institucional del euro y la pobre definición de derechos de propiedad que lo caracteriza lo han llevado al borde del precipicio en un proceso que bien puede calificarse de “tragedia de los bienes comunales”^[108].

Dinero fiduciario y externalidades

Las externalidades positivas y negativas son consecuencia de la mala definición o protección de los derechos de propiedad^[109]. El propietario no asume plenamente las ventajas o desventajas del empleo de una propiedad. Como el actor no es plenamente responsable de los efectos de sus acciones, obvia las consecuencias de estas.

El actor que no aprovecha algunos de los beneficios de sus acciones no tendrá en cuenta todos los efectos positivos derivados de ellas. Un ejemplo de esta clase de beneficios (externalidades positivas) puede ser el propietario de un manzano cuyos derechos de propiedad sobre las manzanas que produce no estén protegidos. Cualquier paseante alarga el brazo y toma las que quiere porque el gobierno permite semejante comportamiento. En consecuencia, el propietario del manzano probablemente descuide el árbol o llegue a cortarlo para hacer leña. No obstante, si él fuera el único beneficiario del árbol actuaría de otro modo, protegiéndolo contra plagas y gamberros.

Asimismo, el propietario puede provocar algunas externalidades negativas. Estas surgen de la ausencia de derechos de propiedad y no representan una carga para el propietario, sino para otros. El propietario emprenderá proyectos que no habría acometido si hubiera tenido que asumir todos los costes. Incurre en externalidades negativas, por ejemplo, el propietario de una fábrica que vierte sus residuos en un lago público. Pudiera ser que el lago fuese propiedad de un tercero y que el gobierno no protegiese los derechos de propiedad de esta persona por considerar que la fábrica es esencial para el desarrollo económico de la zona. En ese caso el dueño de la fábrica no tiene que asumir el coste total de su producción porque le basta tirar sus residuos al lago para externalizar parte de él sobre otras personas. Si el dueño de la fábrica tuviera que pagar por ello probablemente actuase de modo distinto, produciendo menos o adoptando procedimientos que redujesen los desperdicios. Como los derechos de propiedad del lago no están adecuadamente protegidos, o incluso no definidos en absoluto (sería el caso del lago de propiedad pública), el

dueño de la fábrica queda liberado de la responsabilidad de parte de los costes incurridos. Como resultado, la polución aumenta más que si se actuase de otro modo.

En nuestro actual sistema monetario hay varios niveles en que los derechos de propiedad no están claramente definidos ni protegidos. En el primer nivel, no existen derechos de propiedad en el ámbito de la creación de base monetaria. El dinero privado (el oro) fue nacionalizado durante el siglo XXe, y la producción privada de dinero mercancía es cosa del pasado.

Conviene señalar que dentro del patrón oro no se generaban externalidades negativas (tecnológicas) en relación con la producción de base monetaria. Los productores privados de oro incurrían en grandes costes al extraerlo y recogían todo el beneficio. Es cierto que el aumento de la oferta de dinero-oro tendía a hacer que los precios subieran y, por tanto, a causar externalidades pecuniarias, pero que un aumento de la producción de un bien afecte al poder adquisitivo del dinero y a los precios relativos no implica una violación de la propiedad privada. Cualquiera podía buscar oro, extraerlo y venderlo en el mercado. A nadie se le obligaba a aceptar el oro como medio de pago. La propiedad privada en la producción de base monetaria estaba protegida.

La pérdida de poder adquisitivo provocada por la extracción de oro tuvo efectos redistributivos. No obstante, estos, por sí solos, no suponen una externalidad. Cualquier cambio en la información del mercado tiene efectos redistributivos. Si aumenta la producción de manzanas, su precio disminuye, lo cual beneficia a algunas personas, especialmente las que comen manzanas. Si en el libre mercado aumentan el oro-dinero o las manzanas, se produce una redistribución, pero no implica una mala aplicación de los derechos de propiedad privada ni, en consecuencia, externalidades negativas (tecnológicas).

Asimismo, el aumento del oro-dinero no produjo como externalidad negativa la reducción de la calidad del dinero^[110]. Que aumente el número de monedas de oro no implica que disminuya el contenido medio de oro de cada una de ellas. El oro sigue cumpliendo su función como medio de intercambio y depósito de valor.

Durante el siglo veinte los gobiernos asumieron y monopolizaron la producción de dinero. El oro-dinero privado, amparado por unos derechos de propiedad claramente definidos, fue sustituido por dinero fiduciario. Este monopolio del dinero supone, por sí mismo, una violación de los derechos de propiedad. Únicamente los bancos centrales podían producir base monetaria, o sea, billetes o reservas en el banco central. Los derechos de propiedad también se conculcan porque el dinero fiduciario es moneda de curso legal. Todos tienen que aceptarlo como medio para saldar deudas y es lo único que acepta el gobierno para el pago de impuestos^[111].

Al conceder al dinero fiduciario una situación privilegiada y monopolizar su producción, los derechos de propiedad relativos al dinero no se protegen y los costes de su producción se traspasan parcialmente a otros agentes. Si nadie tuviera que aceptar papel moneda público y todos pudieran producirlo, no se generarían

externalidades. Sencillamente, las personas podrían elegir no aceptar el dinero fiduciario o producirlo ellas mismas.

Los beneficios de la producción de dinero recaen sobre su productor, o sea, sobre los bancos centrales y quienes los controlan (los gobiernos). Las externalidades negativas en forma de alza de precios y, en la mayoría de los casos, de un dinero de peor calidad, recaen sobre todos los que usan el dinero fiduciario. Las nuevas unidades monetarias no solo hacen que tiendan a subir los precios, sino también que baje la calidad del dinero. La producción de dinero fiduciario suele reducir la calidad media de los activos que respaldan la moneda.

Imagine que el veinte por ciento de la base monetaria estuviera respaldada por reservas de oro. Si el banco central comprase deuda pública, titulizaciones hipotecarias, o ampliase el préstamo a los bancos y aumentase la oferta de base monetaria fiduciaria un cien por cien, la calidad media de la base monetaria descendería. Tras estas políticas expansionistas solo el diez por ciento de la base monetaria está respaldada por oro, mientras que el noventa por ciento lo está por activos de calidad inferior.

El coeficiente de reservas de oro es importante incluso si no hay garantía de convertibilidad. Estas reservas pueden apuntalar la confianza en la moneda y ser usadas en situaciones de pánico para defenderla. También es útil tenerlas en caso de reformas monetarias. Al contrario de lo que ocurre en sistemas que emplean papel moneda fiduciario, en los que el aumento de la oferta monetaria rebaja la calidad de la moneda, la extracción de oro de las minas no reduce la calidad de la moneda. Acuñar nuevas monedas de oro no afecta en absoluto a la calidad de las existentes.

Debido a que en la producción de base monetaria se infringen los derechos de propiedad privada, los gobiernos se aprovechan de esta actividad y externalizan parte de los costes. Los beneficios son claros: financian sus gastos con el dinero de nueva creación y con la intermediación del banco central. Los costes se trasladan a la población en forma de dinero de calidad inferior y menor poder adquisitivo.

La banca y la tragedia de los bienes comunales

Otra faceta de la inadecuada definición de los derechos de propiedad del sistema monetario es la tragedia de los bienes comunales en la banca. La “tragedia de los bienes comunales” es un término acuñado por Garrett Hardin^[112] para referirse a un problema particular causado por las externalidades negativas. Como ya expliqué, las externalidades negativas suelen ocurrir cuando hay una definición o defensa inadecuada de los derechos de propiedad y cuando un único propietario privilegiado puede externalizar costes sobre otras personas. Ese es el caso, por ejemplo, del dueño de la fábrica que vierte sus residuos en el lago privado o el del banco central que produce base monetaria de curso legal con el respaldo del estado. En la tragedia de los bienes comunales el problema de las externalidades negativas presenta una

característica particular: no uno, sino varios agentes explotan una propiedad y externalizan los costes sobre otros. Sería el caso de varios propietarios de fábricas que vertiesen residuos en el mismo lago privado, o el de varios bancos capaces de producir medios fiduciarios.

Los ejemplos típicos de la tragedia de los bienes comunales son propiedades públicas como las playas públicas o los bancos de peces en el mar. En ambos casos son explotados obviando las desventajas, que pueden ser parcialmente externalizadas. Muchos usuarios resultan beneficiados, pero algunos de los costes son externalizados. Examinemos los incentivos del pescador individual. Pescar en el banco de peces le asegura un buen volumen de capturas. El coste de su actividad, sin embargo, lo soportan todos, pues el banco de peces se agota.

Si existiesen derechos de propiedad que definiesen el banco de peces, su propietario asumiría plenamente los costes de la disminución de su tamaño. Preservarlo redundaría en el interés del propietario, que no solamente sería dueño del disfrute presente (los peces capturados), sino también del valor capital del banco en su conjunto. El propietario es consciente de que con cada pez que captura disminuye el número de especímenes que podrán cazarse en el futuro. Teniendo en cuenta los costes y los beneficios de la pesca, decide qué volumen de peces quiere capturar. Ahora le interesa el valor capital y la conservación a largo plazo de su banco de peces.

La situación cambia completamente cuando el banco de peces es propiedad pública. Se incentiva la pesca excesiva (la sobreexplotación del recurso) porque los beneficios se internalizan y los costes se externalizan parcialmente. Todos los beneficios van a parar al pescador mientras que el perjuicio que supone el agotamiento progresivo del banco se reparte entre todo el grupo. De hecho, dado que se conocen los incentivos que guían el comportamiento de los demás pescadores, se tiende a pescar tanto como se pueda lo más rápidamente posible. Si uno no pesca otro lo hará, y se llevará el beneficio y le dejará a uno con el coste que supone un banco más pequeño. En los casos “puros” de la tragedia de los bienes comunales no existen límites a la explotación excesiva y el recurso acaba agotándose.

El concepto de la tragedia de los bienes comunales puede aplicarse satisfactoriamente a áreas como el sistema político. Hans-Hermann Hoppe^[113] lo aplicó al concepto de democracia. En una democracia cualquiera puede acceder al gobierno, desde donde se disfruta de la propiedad de todo el país a través del aparato de coacción del estado. Los beneficios de la apropiación de la propiedad privada son internalizados por el gobierno, mientras que los costes los soporta toda la población. Al cabo de un mandato, otras personas pueden hacerse con el control del aparato de coacción. De ese modo se favorece el abuso del privilegio en la mayor medida posible mientras se ejerce el poder.

La política monetaria es otro ámbito donde resulta fructífera la aplicación del concepto de la tragedia de los bienes comunales. En el sistema bancario moderno^[114],

donde los derechos de propiedad no están claramente definidos ni protegidos^[115], cualquier banco puede producir medios fiduciarios —es decir, depósitos a la vista sin respaldo— expandiendo el crédito. En la esfera de la base monetaria, cuando un único banco central puede producir dinero no se da la tragedia de los bienes comunales. No obstante, en la del sistema bancario sí, precisamente porque cualquier banco puede producir medios fiduciarios.

La actividad de la banca no respeta los principios del Derecho en lo referente a los contratos de depósito^[116]. No se aclara si los clientes de los bancos realmente prestan su dinero a la entidad o si hacen depósitos genuinos. Un depósito genuino exige la disponibilidad plena del dinero depositado. De hecho, la total disponibilidad puede ser la razón por la que la mayoría de las personas contratan depósitos a la vista. Los bancos, sin embargo, gozan de privilegio legal para utilizar el dinero depositado en ellos. Por esa razón los derechos de propiedad del dinero depositado no quedan claros.

Los bancos que utilizan su privilegio legal y que se valen de la definición poco clara de los derechos de propiedad sobre los depósitos pueden generar grandes beneficios mediante la creación de depósitos de la nada y la concesión de préstamos por los que cobran un interés. La tentación para expandir el crédito es casi irresistible. Es más, los bancos tenderán a expandirlo y a emitir medios fiduciarios tanto y tan deprisa como puedan. Este tipo de expansión crediticia adolece de la típica característica de la tragedia de los bienes comunales: las externalidades negativas. La sociedad entera resulta perjudicada por los cambios en los precios inducidos por la emisión de medios fiduciarios.

Hay, sin embargo, varias diferencias entre el sistema de banca con reserva fraccionaria y la tragedia de los bienes comunales (el ejemplo del banco de peces que expliqué antes). En el análisis de Hardin prácticamente no existe límite a la explotación de las propiedades “sin dueño”, cuya propiedad no está claramente definida. La explotación del recurso público cesa únicamente cuando los costes son más altos que los beneficios, es decir, cuando el banco de peces es tan pequeño que no vale la pena buscar los peces que queden. Del mismo modo, para los bancos con reserva fraccionaria que operan en un mercado libre existen límites importantes a la emisión de medios fiduciarios a expensas de los clientes, y los marcan el comportamiento de los otros bancos y de sus clientes en un sistema de banca libre. Más concretamente, la expansión crediticia queda restringida porque los bancos, mediante el sistema de compensación, pueden forzar la quiebra de otros bancos.

Supongamos que hay dos bancos: el A y el B. el Banco A expande el crédito pero el B no. Los títulos dinerarios emitidos por el Banco A pasan de las manos de los clientes del Banco A a las de los clientes del Banco B. En algún momento, los clientes del Banco B o la propia entidad exigirá el canje de los títulos dinerarios del Banco A. Como consecuencia, el Banco A perderá parte de sus reservas (de oro, por ejemplo). Al igual que todos los bancos que operan con reserva fraccionaria, el Banco

A está esencialmente quebrado, puesto que es incapaz de canjear todos los títulos dinerarios que ha emitido. Si el Banco B y sus clientes exigen que el Banco A canjee los títulos emitidos por un importe que el Banco A no puede satisfacer, la entidad debe declararse en quiebra.

El sistema de compensación y los clientes de otros bancos que demanden el canje de sus títulos marcan límites estrechos a la emisión de medios fiduciarios. A los bancos les conviene restringir la expansión de medios fiduciarios en mayor medida que los bancos rivales con el objetivo último de forzar la quiebra de los competidores. Dicho de otro modo: los bancos querrán, lógicamente, aprovechar las enormes oportunidades de ganancia que les ofrece la definición inadecuada de los derechos de propiedad, pero solo expandirán el crédito en la medida en que no corran riesgo de quebrar. La competencia los obliga a contener la expansión del crédito.

La pregunta pasa a ser cómo pueden los bancos aumentar los beneficios que les reporta la expansión crediticia y mantener bajo el riesgo de quiebra. La solución, obviamente, es llegar a acuerdos entre sí para evitar los perjuicios de la expansión independiente y descoordinada. De hecho, los bancos diseñan políticas comunes de expansión simultánea del crédito que los ayudan a conservar la solvencia, a mantener sus reservas en relación adecuada con las de las demás entidades, y a generar enormes beneficios.

La tragedia de los bienes comunales, por tanto, no solo predice la explotación y las externalidades derivadas de la definición insuficiente de la propiedad privada, sino que también explica por qué el sistema de banca libre estimula la formación de acuerdos, fusiones y cárteles. Con todo, el riesgo de bancarrota persiste pese a la formación de cárteles. Es decir, el incentivo para forzar la quiebra de los competidores subsiste, y ello hace que los cárteles sean inestables.

A la banca con reserva fraccionaria le interesa sobremanera que se cree un banco central responsable de coordinar la expansión crediticia en el sistema bancario. La única diferencia entre la tragedia de los bienes comunales aplicada al medioambiente y el mismo concepto aplicado al sistema de banca libre —a saber, el límite a la explotación— desaparece con la introducción del banco central. De ahí que, según Huerta de Soto, solo se puede considerar que se da realmente una situación de tragedia de los bienes comunales cuando existe un banco central. Es en ese caso cuando los bancos pueden aprovecharse sin restricciones de la incorrecta definición de la propiedad.

Aun en la situación más favorable para los bancos (es decir, en una circunstancia en que exista un banco central y dinero fiduciario), otros límites permanecen. El banco central podría intentar regular la concesión de préstamos para, de ese modo, controlar la expansión crediticia en cierta medida. Asimismo, persiste el último freno a la expansión crediticia: el riesgo de hiperinflación. Por tanto, incluso con la creación de un banco central, la explotación de la propiedad privada sigue teniendo un límite. La situación “ideal” de tragedia de los bienes comunales anima a explotar

la propiedad mal definida tan deprisa como se pueda y antes de que lo hagan los demás. Pero incluso cuando existe un banco central que garantice la solvencia de los bancos con reserva fraccionaria, no conviene emitir medios fiduciarios tan deprisa como sea posible, puesto que hacerlo podría provocar una hiperinflación desbocada. La explotación de los bienes comunales debe llevarse a cabo, por tanto, tranquila y prudentemente.

Pueden ponerse trabas a la explotación abusiva de la propiedad pública de varias maneras. La más fácil es privatizarla con objeto de definir y proteger los derechos de propiedad privada de una vez por todas. Otra solución es persuadir moralmente y educar a los agentes que explotan los bienes comunales. Los pescadores, por ejemplo, pueden decidir voluntariamente dejar de explotar el banco de peces de manera abusiva. Otra opción sería regular los bienes comunales para limitar la explotación excesiva. A estos bienes comunales cuya explotación está regulada por el gobierno Hardin los llama “bienes comunales gestionados”^[117].

Un ejemplo es la introducción de cuotas de pesca que fijen un cupo de capturas anual. Cada pescador recibe un monopolio que procurará aprovechar al máximo. De este modo se reduce y controla la explotación excesiva. El sistema bancario actual es una situación de bienes comunales gestionados. Los bancos centrales y la regulación bancaria coordinan y limitan la expansión crediticia. Al exigir un mínimo de reservas y regular tanto la cantidad de reservas bancarias como los tipos de interés, los bancos centrales pueden limitar la expansión crediticia y las externalidades negativas del menor poder adquisitivo del dinero.

El euro y la tragedia de los bienes comunales

Aunque en occidente son moneda común las externalidades generadas por la existencia de un productor monopolístico de dinero y el sistema de banca con reserva fraccionaria controlada por un banco central, la introducción del euro añade excepcionalmente un tercer nivel de externalidades. Las características de la estructura institucional del Eurosistema dentro de la UME permiten a todos los gobiernos utilizar el BCE para financiar sus déficits.

Un banco central puede financiar los déficits de un único gobierno comprando su deuda pública o aceptándola como garantía para la concesión de nuevos préstamos al sistema bancario resultante. En la situación a la que nos enfrentamos ahora, varios gobiernos son capaces de financiarse a través de un único banco central: el BCE.

Cuando los gobiernos de la UME incurren en déficits emiten deuda pública. Una parte sustancial la compra de buen grado el sistema bancario^[118] porque es aceptada como activo de garantía preferente en las operaciones de préstamo del BCE^[119]. Asimismo, a los bancos se les exige mantener parte de sus fondos en “Activos de elevada liquidez”, lo cual los anima a invertir en títulos de deuda pública. Esta

práctica les resulta fundamental y muy rentable, puesto que las entidades saben que les basta presentar al BCE la deuda como garantía para recibir a cambio dinero de nueva creación.

El procedimiento es el siguiente: los bancos crean dinero nuevo mediante expansión crediticia, lo cambian por deuda pública y usan esta para que el BCE los refinance. El resultado es que los gobiernos financian sus déficits con el dinero nuevo que los bancos crean, y que estos, a su vez, reciben nueva base monetaria al presentar los títulos de deuda pública como garantía^[120].

La intención es clara: redistribución. Los gobiernos y los bancos cuentan con más dinero a su disposición y los primeros usuarios del nuevo dinero se benefician porque pueden comprar a precios que el nuevo dinero aún no ha hecho subir. Cuando los gobiernos empiezan a gastar el dinero, los precios suben y las rentas monetarias aumentan. Cuanto más altos son los déficits y más deuda emiten los gobiernos, más suben los precios y las rentas. Cuando esto ocurre, el dinero nuevo se escapa del país deficitario y fluye hacia el exterior, donde el efecto sobre los precios aún no se ha sentido y es posible comprar e importar bienes y servicios de otros países de la UME en que los precios todavía no hayan subido. Así, el nuevo dinero termina por extenderse por toda la unión monetaria.

En la UME, los países deficitarios que utilizan el dinero de nueva creación en primer lugar, ganan. Naturalmente, los efectos de esta redistribución monetaria no terminan ahí. Los últimos receptores del dinero, que se encuentran por lo general en otros Estados miembros que no han incurrido en déficits tan abultados, pierden, dado que sus rentas comienzan a subir después de que los precios lo hayan hecho. Sus rentas reales, por tanto, disminuyen. En la UME los beneficios del incremento de la oferta monetaria los disfrutan los primeros receptores, mientras que el perjuicio causado por la pérdida de poder adquisitivo de la unidad monetaria se reparte entre todos sus usuarios. En la UME no solo disminuye el poder adquisitivo del dinero por culpa de los déficits excesivos, sino que los tipos de interés tienden a subir debido a la excesiva demanda generada por los gobiernos endeudados en exceso. Los países más responsables en materia fiscal se ven obligados a endeudarse a tipos de interés más altos por culpa de los excesos del resto. La consecuencia es la tragedia de los bienes comunales: los gobiernos deficitarios se benefician a expensas de los que practican políticas presupuestarias más equilibradas^[121].

Imagine, por ejemplo, que varias personas son propietarias de una máquina de imprimir dinero fiduciario del mismo tipo. Las circunstancias favorecen que estas personas impriman dinero y lo gasten, lo cual hace que suban los precios. El provecho en forma de rentas mayores lo reciben los propietarios de la máquina de imprimir, mientras que los costes de la acción —la pérdida de poder adquisitivo de la moneda— los soportan todos los que emplean el dinero. La situación, por tanto, incita a que se imprima dinero lo más deprisa posible. Si uno de los propietarios de la máquina de imprimir decide no producir dinero nuevo, padecerá el alza de los

precios. Otros propietarios sí la utilizarán para beneficiarse de la pérdida de poder adquisitivo que afecta a los demás. El que imprima más deprisa ganará a expensas de los que lo hagan más despacio, y se dará una situación de “tragedia de los bienes comunales” pura en la que el recurso puede explotarse sin límite^[122]. Al igual que sucede con los recursos naturales públicos, la explotación excesiva aboca a su destrucción. En nuestro ejemplo, la moneda termina sufriendo hiperinflación y provocando auges hiperinflacionistas.

Aunque el ejemplo de la máquina de imprimir dinero y sus dueños ayuda a entender la situación, no es exactamente lo que ocurre en la UME. Las diferencias explican por qué en el Eurosistema no se da una situación pura de tragedia de los bienes comunales y por qué el euro aún no ha desaparecido. La diferencia más obvia es que los países deficitarios no pueden imprimir euros directamente. Los gobiernos solo pueden emitir deuda pública, sin garantía de que los bancos la compren y la utilicen en prenda para pedir nuevos préstamos al BCE.

En realidad hay varias razones por las cuales el plan pudiera no funcionar.

1. Si la operación no es atractiva, los bancos no comprarán la deuda de los gobiernos ni la usarán como garantía. El interés que ofrezca la deuda pudiera no ser suficientemente alto en comparación con el que tendrían que pagar por los préstamos concedidos por el BCE. Para estimular la compra por parte de los bancos, los gobiernos deben ofrecer rentabilidades más altas.

2. El riesgo de incumplimiento de la deuda pública puede disuadir a los bancos. En la UME este riesgo se ha reducido desde el principio ofreciendo implícitamente garantías de rescate. Se dio por supuesto que una vez que un país entrase en el euro, nunca saldría de la UME. El euro se ha entendido (correctamente, por otra parte) como un proyecto político, un paso hacia la integración política. Jacques Delors lo expresó sin ambages en febrero de 1995: “La UME significa, por ejemplo, que la Unión reconocerá las deudas de todos los países que formen parte de la UME”^[123].

La quiebra de un estado miembro y su consiguiente salida no solo se vería como un fracaso del euro, sino también de la versión socialista de la Unión Europea. Políticamente hablando, se entiende que una quiebra es casi imposible. La mayoría cree que, en el peor de los casos, los Estados miembros más fuertes ayudarán a los más débiles. Antes de llegar a una suspensión de pagos, países como Alemania avalarían la deuda de las naciones mediterráneas. Esta clase de garantías redujeron notablemente el riesgo de incumplimiento de la deuda de los Estados miembros.

Las garantías implícitas han pasado a ser explícitas. A Grecia se le concedió un paquete de rescate de 111.000 millones de euros provenientes de la Eurozona y del Fondo Monetario Internacional (FMI)^[124]. Además, se han comprometido otros 750.000 millones de euros para rescatar a otros Estados miembros si fuese necesario^[125].

3. El BCE podría negarse a aceptar cierto tipo de deuda pública. El BCE exige que los títulos presentados en garantía sean de cierta calidad^[126]. Antes de la crisis

financiera de 2008, la calificación mínima aceptada era A-, pero durante la crisis fue reducida a BBB-. Si la calificación de la deuda cayese por debajo de la mínima exigida, los títulos no serían aceptados. No obstante, el riesgo de que esto ocurra es muy pequeño. Es poco probable que el BCE permita que caiga ningún país; además, siempre ha sido flexible respecto a la exigencia de calidad de las garantías que acepta. En principio, la reducción hasta BBB- fue una medida temporal que expiraría al cabo de un año. Cuando se hizo evidente que Grecia sería incapaz de mantener al menos una calificación de A-, la medida se prolongó un año más. Finalmente, el BCE — contraviniendo el principio por el que nunca habría de aplicar condiciones especiales a un solo país— anunció que aceptaría deuda pública griega incluso calificada de “bono basura”^[127].

4. El riesgo de liquidez que corren los bancos que se refinancian a través del BCE presentando deuda pública como garantía puede ser un factor disuasorio. Los títulos de deuda pública suelen tener plazos más largos que los préstamos que concede el BCE. Lo normal es que el BCE preste a una semana o a tres meses. Durante la crisis, el plazo máximo fue ampliado a un año. Aun así, la mayoría de los títulos de deuda pública tienen plazos mayores que los préstamos del BCE, en algunos casos de hasta 30 años. Por tanto, se corre el riesgo de que la calificación de la deuda se rebaje durante su vida y que el BCE deje de aceptarla como garantía. Llegada esa situación, el BCE dejaría de renovar aquellos préstamos que estuviesen respaldados por deuda pública, lo cual ocasionaría un problema de liquidez para los bancos.

El riesgo de que los préstamos no se renueven es relativamente pequeño, dado que las calificaciones se fundamentan en la garantía implícita de rescate y en la voluntad política de salvar el proyecto del euro, como ha quedado demostrado por la crisis de la deuda soberana. Otro aspecto del riesgo de falta de liquidez es que los tipos de interés que cobra el BCE pueden aumentar con el paso del tiempo y llegar a ser más altos que el tipo fijo de los títulos de deuda pública a largo plazo. Este riesgo se reduce cuando existe un diferencial suficiente entre el rédito de la deuda pública y los tipos de interés aplicados por el BCE. Además, el valor de mercado de un bono puede bajar con el paso del tiempo. En caso de que el bono pierda parte de su valor, se debe liquidar parcialmente el préstamo asociado o proporcionar garantías suplementarias^[128].

5. Los recortes de valoración aplicados por el BCE a los activos de garantía no permiten la refinanciación por el 100%. Un banco que ofrezca como garantía títulos de deuda pública por un valor de un millón de euros no recibirá del BCE un préstamo por esa cantidad, sino por otra menor. La reducción depende del recorte de valoración que se aplique. El BCE distingue cinco tipos de activos de garantía, a los que se aplica un recorte diferente. El de los bonos es el más pequeño^[129]. El BCE, por tanto, subsidia su utilización como activos de garantía frente a otros instrumentos de deuda, lo cual anima a los gobiernos a pedir prestado.

6. El BCE podría no aceptar todas las peticiones de créditos nuevos. Pudiera

ocurrir que los bancos ofreciesen como garantía más bonos que los que el BCE quisiera canjear por préstamos. Si se aplicase una política monetaria restrictiva, no a todos los bancos que presentasen bonos como garantía se les concedería un préstamo. No obstante, por razones políticas —sobre todo por la voluntad de que el proyecto del euro continúe— cabe esperar que el BCE acepte todas las peticiones, especialmente las provenientes de gobiernos en apuros. De hecho, el BCE empezó a ofrecer liquidez ilimitada a los mercados durante la crisis financiera satisfaciendo todas las peticiones de crédito siempre que se ofreciesen activos de garantía suficientes.

Si bien es verdad que en el Eurosistema no se ha dado una situación de tragedia de los bienes comunales pura, poco ha faltado. La crisis actual nos ha llevado a una circunstancia en que el BCE está comprando directamente la deuda de los gobiernos para salvar el euro, tal y como lo anunció en mayo de 2010^[130]. Si un gobierno incurre en déficit, puede emitir bonos que serán comprados por los bancos en primera instancia y por el BCE después. Por este método no hay necesidad de acudir a las operaciones de préstamo del BCE, que representan un camino más largo. El BCE compra los bonos directamente, gracias a lo cual desaparecen la mayoría de los riesgos para el sistema bancario explicados anteriormente.

La tragedia del euro es un aliciente para incurrir en déficits mayores, emitir deuda pública y hacer que el Eurogrupo soporte los costes de las políticas irresponsables en forma de merma de poder adquisitivo del euro^[131]. Con semejantes alicientes, los políticos tienden a incurrir en elevados déficits. ¿Por qué pagar los altos gastos mediante algo tan impopular como subir los impuestos? ¿Por qué no simplemente emitir bonos que terminarán siendo comprados con dinero de nueva creación, aunque en última instancia esto haga que los precios suban en el conjunto de la UME? ¿Por qué no externalizar los costes del gasto público?

El reparto del riesgo en estas circunstancias es asimétrico. Los gobiernos de los estados más grandes son capaces de generar una gran presión inflacionista al incurrir en déficits elevados, y el tamaño de estos puede hacerlos demasiado grandes para ser rescatados. Por el contrario, cabría esperar que los gobiernos de estados más pequeños no generasen tanta inflación incluso cuando incurriesen en déficits elevados, dado que el efecto de la creación de dinero de la que fuesen responsables no afectaría tanto a la Eurozona. Además, es igualmente concebible que los países más pequeños vayan a ser rescatados por los más grandes. No sorprende a nadie que la crisis de la deuda soberana haya sido peor en países pequeños como Grecia, Irlanda y Portugal.

La típica miopía de los dirigentes políticos de las democracias europeas agrava la tragedia del euro^[132]. Los políticos tienden a concentrarse en las siguientes elecciones antes que en los efectos a largo plazo de sus políticas. Así, utilizan el gasto público para favorecer a grupos de votantes que los ayuden a ganar los siguientes comicios. Los déficits crecientes que generan con esta conducta trasladan los problemas al futuro y también al resto de los países de la Eurozona. Los líderes de la

UME saben cómo externalizar los costes del gasto público en dos dimensiones: geográfica y temporalmente. Geográficamente, parte de los costes son soportados por el conjunto de la Eurozona en forma de precios más altos. Temporalmente, los problemas causados por los déficits elevados terminarán siendo atendidos posiblemente por otros políticos, y ello en un futuro lejano. Los problemas de deuda soberana provocados por los déficits pueden precisar que la UME imponga recortes en el gasto.

El aliciente para incurrir en déficits elevados en la UME es casi irresistible. Al igual que en el ejemplo de la máquina de imprimir dinero, un país solo puede beneficiarse si su déficit es mayor que el del resto. Para aprovecharse de la redistribución resultante es necesario hacer girar la manivela de la máquina más deprisa que los demás. El aumento de las rentas monetarias debe ser más rápido que el de la caída del poder adquisitivo de la moneda.

Tan perversos incentivos emanan de la peculiar estructura institucional de la UME —que cuenta con un banco central— y ya eran conocidos cuando se planeó. De hecho, el Tratado de Maastricht (o Tratado de la Unión Europea) estableció en su artículo 104b el principio de que no se rescataría a ningún estado miembro en caso de una crisis fiscal. Dicha cláusula fue acompañada por la declaración de independencia del BCE, cuyo propósito fue asegurar que no se utilizaría a la institución para costear ningún rescate^[133].

Pero los intereses políticos y la voluntad de continuar con el proyecto del euro han resultado ser más fuertes que el papel en que fue escrita la cláusula que negaba la posibilidad de rescates. Además, la independencia del BCE tampoco es garantía de nada. De hecho, como se ha visto, el BCE apoya continuamente a los gobiernos aceptando sus bonos en operaciones de préstamo. Poco importa que el BCE tenga prohibido comprárselos directamente. El procedimiento de aceptarlos como garantía sirve igualmente para financiar a los gobiernos.

Hubo otro intento de poner coto a los incentivos perversos que propician que los gobiernos incurran en déficits excesivos. Los políticos introdujeron normas propias de una situación de “bienes comunales gestionados” con el fin de reducir las externalidades de la tragedia de los bienes comunales. En 1997 se adoptó el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) en respuesta a la presión alemana. Dicho pacto permite ciertas “cuotas”, parecidas a las que regulan la pesca, para la explotación del banco central común. Estas cuotas representan un límite en el sentido de que no se permite que los déficits sobrepasen el 3% del PIB ni que el déficit público supere el 60% del PIB. Si estos límites se hubiesen respetado, los gobiernos habrían tendido a mantener siempre un déficit del 3% financiado indirectamente por el BCE. Los países con ese volumen de déficit se hubieran aprovechado de los países con déficits más pequeños para externalizar parcialmente sus costes.

La regulación de la tragedia de los bienes comunales, sin embargo, fracasó. El principal problema es que el PEC es un acuerdo entre estados independientes que no

hacen por respetarlo. La inflación y las cuotas de déficit de estados independientes resultan más difíciles de controlar. En contra de lo propuesto inicialmente por el gobierno alemán, en el PEC no se incluyeron sanciones automáticas. Pese a que hubo países que traspasaron los límites, se hicieron advertencias pero nunca se infligieron penas. Países con influencia política como Francia y Alemania, que podían haber defendido el PEC, violaron sus términos incurriendo en déficits superiores al 3% a partir de 2003. Al poseer un número mayor de votos, Francia y Alemania, junto con otros países, lograron impedir que se les impusieran penas. El PEC, por tanto, fracasó estrepitosamente y fue incapaz de mantener cerrada la Caja de Pandora de la tragedia de los bienes comunales. Se espera que para el año 2010 todos los Estados miembros menos uno hayan excedido el límite del 3% para sus déficits. En Europa, la tasa general de deuda en relación con el PIB alcanza el 80%.

La tragedia del euro y el caso de Grecia

La reciente situación fiscal de Grecia es paradigmática de la tragedia del euro y de sus incentivos. Cuando Grecia entró en la UME, tres factores se combinaron para generar déficits excesivos. En primer lugar, el país heleno fue admitido con un tipo de cambio muy alto que hacía que muchos trabajadores no resultasen competitivos en comparación con los de los países del norte, altamente capitalizados. Para aliviar este problema existían tres opciones: reducir los salarios para aumentar la productividad, aumentar el gasto público para subvencionar el desempleo (mediante subsidios de desempleo o planes de jubilación anticipada), o utilizar a estos trabajadores poco competitivos como empleados públicos. Debido a la fuerte oposición de los sindicatos, la primera opción fue descartada. Los políticos eligieron la segunda y la tercera, que significaban aumentar el déficit.

En segundo lugar, al acceder a la UME el gobierno griego pasaba a contar con la garantía implícita de rescate por parte del BCE y del resto de los miembros de la unión monetaria. Los tipos de interés de la deuda pública griega cayeron y se acercaron a los rendimientos alemanes. Consiguientemente, los costes marginales de los déficits crecientes se redujeron. Los tipos de interés eran artificialmente bajos. A pesar de haber vivido varias quiebras a lo largo del siglo veinte, altas tasas de inflación, déficits fiscales altos y déficits comerciales crónicos, Grecia ha sido capaz de endeudarse casi a la misma velocidad que Alemania, un país con una historia fiscal conservadora y un superávit comercial admirable.

En tercero, el efecto de la tragedia de los bienes comunales. Grecia pudo externalizar parcialmente sobre los demás miembros de la UME las consecuencias de su irresponsable conducta fiscal, dado que el BCE aceptó sus títulos de deuda pública como activos de garantía en sus operaciones de préstamo. Los bancos europeos compraban bonos griegos (que siempre pagaban una prima con respecto al bono alemán) y los utilizaban para recibir préstamos del BCE a un tipo de interés más bajo

(exactamente, el 1%; una operación de lo más lucrativa).

Los bancos compraban los bonos griegos porque sabían que el BCE los aceptaría como garantía de los nuevos préstamos. Había demanda de bonos griegos porque el tipo de interés que se pagaba al BCE era menor que el que los bancos recibían del gobierno griego. Si el BCE no hubiese aceptado los bonos griegos como garantía en sus operaciones de préstamo, Grecia habría tenido que pagar tipos de interés mucho más altos. De hecho, el gobierno heleno lleva mucho tiempo siendo rescatado o ayudado por el resto de la UME en lo que es un caso evidente de tragedia de los bienes comunales.

Los costes de los déficits de Grecia fueron trasladados en parte al resto de los países de la UME. El BCE creó más euros aceptando los bonos griegos como garantía, monetizando así la deuda griega. El gobierno heleno dedicó el dinero generado por la venta de sus bonos a recabar y aumentar el apoyo de sus ciudadanos. Cuando los precios empezaron a subir en Grecia, el dinero huyó hacia otros países, haciendo que los precios aumentasen en el resto de la UME. En los demás Estados miembros, la población vio cómo el precio de la cesta de la compra subía más deprisa que sus rentas. Este fenómeno propiciaba una redistribución a favor de Grecia, cuyo gobierno estaba siendo rescatado por el resto de la UME mediante una transferencia constante de poder adquisitivo.

CAPÍTULO IX

LA UME, UN CÚMULO DE CONFLICTOS

“Si los bienes no cruzan las fronteras, los ejércitos lo harán” es una sentencia que se atribuye a Frédéric Bastiat y es uno de los principios fundamentales del liberalismo clásico. Cuando se impide que los bienes crucen las fronteras o que se intercambien voluntariamente, surgen los conflictos. El libre comercio, por el contrario, fomenta la paz.

El régimen de libre comercio permite que personas de diferentes naciones cooperen armónicamente. En un intercambio voluntario ambas partes esperan beneficiarse. Imagine que los alemanes se vuelven locos por el queso feta y los griegos por los coches alemanes. Cuando los alemanes compran queso feta a Grecia y los griegos emplean los ingresos obtenidos por la venta del queso para comprar coches alemanes, los intercambios son mutuamente beneficiosos *ex ante*. En la era de la división del trabajo, el libre comercio es el requisito de cualquier arreglo amistoso entre naciones.

Puede producirse un conflicto cuando se impide total o parcialmente que los bienes crucen las fronteras. Si los alemanes solo pueden comprar queso feta a precios elevados por culpa de aranceles, o si la entrada de coches alemanes en Grecia queda prohibida por ley, se habrán sembrado las semillas del descontento y del enfrentamiento. Un país que tema no poder importar alimentos esenciales u otra clase de bienes debido a la existencia de impuestos o de bloqueos comerciales puede optar por la autarquía.

El proteccionismo y el nacionalismo económico fueron las principales causas de la segunda guerra mundial^[134]. El declive del liberalismo clásico a comienzos del siglo veinte dio paso al ataque al libre comercio y al auge del proteccionismo. El nacionalismo económico situó a Alemania en una posición estratégica muy peligrosa, pues debía importar alimentos y materias primas, entre ellas petróleo. Lo delicado de su posición se hizo evidente cuando un bloqueo comercial de la marina británica provocó que 100.000 personas murieran de hambre en la primera guerra mundial. Tras la contienda, Adolf Hitler buscó *Lebensraum* y materias primas en el Este que hicieran a Alemania autosuficiente en la era del nacionalismo económico.

La transferencia involuntaria de bienes de un país a otro constituye otro obstáculo al libre comercio y al intercambio voluntario. Un flujo de bienes unidireccional que sea involuntario y coactivo puede dar lugar tarde o temprano a conflictos entre naciones. Volviendo al ejemplo, sería el caso de una transferencia de coches alemanes a Grecia sin las correspondientes importaciones de queso griego. Los coches alemanes afluyen a Grecia, pero sin ninguna contrapartida real: ni queso feta, ni

petróleo, ni participaciones en empresas, ni casas de verano en Grecia, ni vacaciones en las islas griegas.

Un ejemplo histórico de flujo unidireccional e involuntario de bienes fueron las reparaciones alemanas tras la primera guerra mundial, por las cuales se transfirieron oro y bienes a los países aliados a punta de pistola. Los alemanes de la época lo vieron como un ultraje. Hitler fue elegido porque prometió poner fin al odioso Tratado de Versalles y, en particular, a las reparaciones de guerra. Estas reparaciones, entendidas como una violación del intercambio voluntario de bienes, se contaron entre las causas que condujeron a la segunda guerra mundial^[135].

Los fundadores de la integración europea tras la segunda guerra mundial (Konrad Adenauer, Robert Schuman, Paul Henri Spaak y Alcide de Gaspari) conocían la importancia del libre comercio y la paz duradera^[136]. Tenían muy cercanos los horrores de la guerra y deseaban crear en Europa un entorno que acabase de una vez por todas con las guerras y fomentase la paz.

Sus esfuerzos han dado fruto. No ha habido guerras entre los Estados miembros de la Unión Europea. Con objeto de crear semejante entorno de paz, los fundadores establecieron una zona de libre comercio que fomentase el intercambio voluntario. La cooperación mutuamente beneficiosa estimula la creación de lazos, la comprensión, la confianza, la dependencia y la amistad. El diseño, sin embargo, no fue perfecto. Si bien el Tratado de Roma estableció la libertad de movimiento de capitales, de trabajadores y de bienes, por desgracia dejó una puerta abierta a la transferencia involuntaria de bienes.

Existen dos mecanismos por los que la riqueza (o sea, los bienes) puede ser redistribuida entre Estados miembros en una dirección, resquebrajando así la cooperación armoniosa entre los europeos. El primero es el sistema oficial de redistribución. El Tratado de Roma ya establecía el “desarrollo regional” (es decir, la redistribución) como uno de sus objetivos, pese a lo cual poco se hizo al respecto hasta la década de 1970. Hoy es la segunda mayor área de gasto de la UE, que dedica un tercio de su presupuesto a “armonizar” la riqueza. En 1975 se estableció el Fondo Europeo de Desarrollo Regional (FEDER), cuyo propósito es gastar el dinero de los “fondos estructurales” en la financiación de proyectos de desarrollo regional.

El otro pilar de la política de redistribución directa de la UE es la idea de los “fondos de cohesión”, instituidos en 1993 para armonizar las infraestructuras de los países y hacer viable su entrada en la UME. Solo pueden optar a los fondos de cohesión los países con un PIB inferior al 90% de la media de la UE. Se utilizan para financiar proyectos medioambientales o redes de transporte. Sus principales beneficiarios han sido Irlanda y los países del sur de Europa^[137].

Los holandeses son los principales pagadores netos de la unión Europea, seguidos por los daneses y los alemanes^[138]. Entre 1995 y 2003 Alemania aportó un total neto de 76.000 millones de euros a las arcas de la Unión^[139]. La redistribución de la riqueza entre los Estados miembros es una fuente de conflictos, pues significa que se

transfieren bienes a cambio de nada: entran coches en Grecia sin que salga queso feta.

El segundo mecanismo que permite el flujo de bienes unidireccional e involuntario es el mercado de dinero. Como he explicado, existe un productor monopolístico de base monetaria, que es el Banco Central Europeo. El BCE redistribuye la riqueza creando más dinero y repartiéndolo desigualmente a los gobiernos nacionales en función de sus déficits.

Los gobiernos nacionales gastan más de lo que recaudan por impuestos. Para pagar la diferencia (el déficit), emiten bonos. Los bonos son vendidos al sistema bancario, que a su vez los lleva al BCE, donde los presenta como activos de garantía de préstamos que se conceden creando más dinero. Dicho de otro modo: es como si los gobiernos nacionales pudieran imprimir dinero. Los bonos que emiten funcionan como dinero mientras que el BCE siga aceptándolos como garantía. En consecuencia, la oferta de euros aumenta. Quienes reciben el dinero nuevo en primer lugar —los gobiernos nacionales deficitarios— pueden comprar a los precios antiguos, más bajos. A medida que el dinero circula por el resto de los países, los precios suben en el conjunto de la Unión Monetaria Europea (UME). Quienes lo reciben en último lugar ven cómo los precios han subido antes que sus rentas.

Veamos un ejemplo auténtico. La economía griega no es competitiva al tipo de cambio con el que entró en la Eurozona. Para que lo hubiera sido, sus salarios habrían tenido que bajar. Estos, sin embargo, son rígidos por el trato privilegiado otorgado a los sindicatos. Grecia ha mantenido esta situación incurriendo en déficits de gasto público y emitiendo deuda para pagar salarios altos a personas improductivas: funcionarios y desempleados. Los perceptores de rentas pasivas pueden emplear este dinero para comprar coches alemanes, cada vez más caros. El resto de Europa se empobrece a medida que los precios de los coches aumentan. Afluyen coches unidireccionalmente desde Alemania a Grecia. El monopolio del dinero permite que los medios empleados para pagarlos se creen de manera involuntaria y mediante coacción.

El 18 de septiembre de 1992 en el periódico francés *Le Figaro* se aludía a la semejanza entre las reparaciones de guerra y este tipo de transferencia de bienes en un comentario sobre el Tratado de Maastricht y la introducción del euro: “‘Alemania pagará’, decía la gente en los años 20. Hoy ya está pagando: Maastricht es el Tratado de Versalles, pero sin guerra”^[140].

Lo que provocó los enfrentamientos no fue solamente el Tratado de Versalles. El acuerdo monetario establecido por el Tratado de Maastricht también engendra conflictos, como hemos visto. La moneda única institucionaliza el conflicto a medida que aumenta la pugna por el control de la oferta monetaria. Mientras los problemas estructurales de Grecia siguen sin resolverse y su deuda pública alcanza cotas extraordinarias, el país lucha por colocar nueva deuda en los mercados pese a que el BCE sigue aceptando los bonos griegos como activos de garantía (aunque hayan recibido la calificación de bono basura). El mercado empieza a dudar de la voluntad y

la capacidad del resto de la UME de dar estabilidad al gobierno griego.

El resultado es el rescate y la transferencia de fondos desde la UME a Grecia en forma de préstamos subvencionados. El proceso de rescate mediante transferencias de bienes involuntarias y unidireccionales ha suscitado el desprecio y las iras de gobiernos y ciudadanos, sobre todo entre Grecia y Alemania.

Los periódicos alemanes llaman “mentirosos” a los griegos porque su gobierno ha falsificado las estadísticas^[141]. Un diario sensacionalista alemán se preguntaba por qué, si los alemanes tienen que jubilarse a los sesenta y siete años, el gobierno transfiere fondos a Grecia para que los griegos se jubilen a una edad más temprana^[142]. Por su parte, la prensa griega sigue acusando a Alemania por las atrocidades cometidas durante la segunda guerra mundial y pretendiendo que aún se les deben reparaciones.

CAPÍTULO X

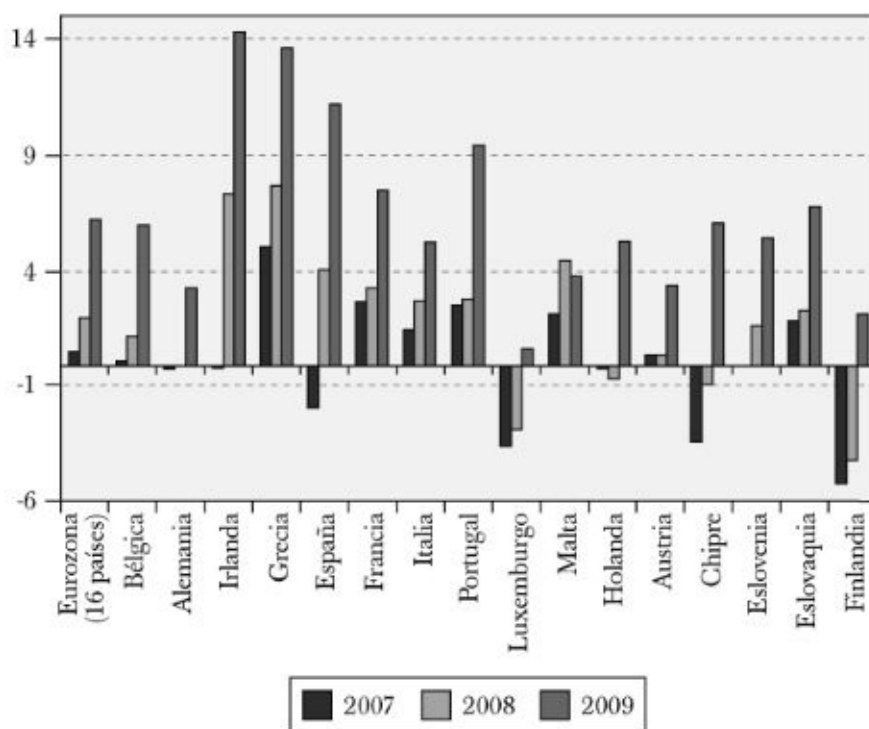
POR LA SENDA DEL COLAPSO

Cuando se desencadenó la crisis financiera los gobiernos respondieron con la receta keynesiana típica: gasto público y déficit. A medida que se aceleraba el curso de los acontecimientos, la UME se sumió en el abismo de su propia descomposición. Nuestra historia comienza algunos meses antes del hundimiento de Lehman Brothers, cuando los efectos de la crisis sobre los déficits de los gobiernos empezaron a afectar a la calificación de la deuda soberana.

Al principio, Grecia fue el principal foco de atención. En enero de 2009, el mismo día en que el gobierno cedió a las presiones de los agricultores huelguistas prometiéndoles nuevos subsidios por un importe de 500 millones de euros, la agencia Standard & Poor's rebajó la calificación de Grecia a A-. Los problemas se extendieron, y a finales del mes de abril la Comisión Europea comenzó a investigar los déficits excesivos de España, Irlanda, Grecia y Francia. En octubre, la agencia de calificación Fitch también redujo la calificación de Grecia a A-.

A finales de 2009 varios países europeos habían reconocido déficits excesivos.

Gráfico 9: Déficits expresados como porcentaje del PIB en la Eurozona durante los años 2007, 2008 y 2009.



Fuente: Eurostat (2010).

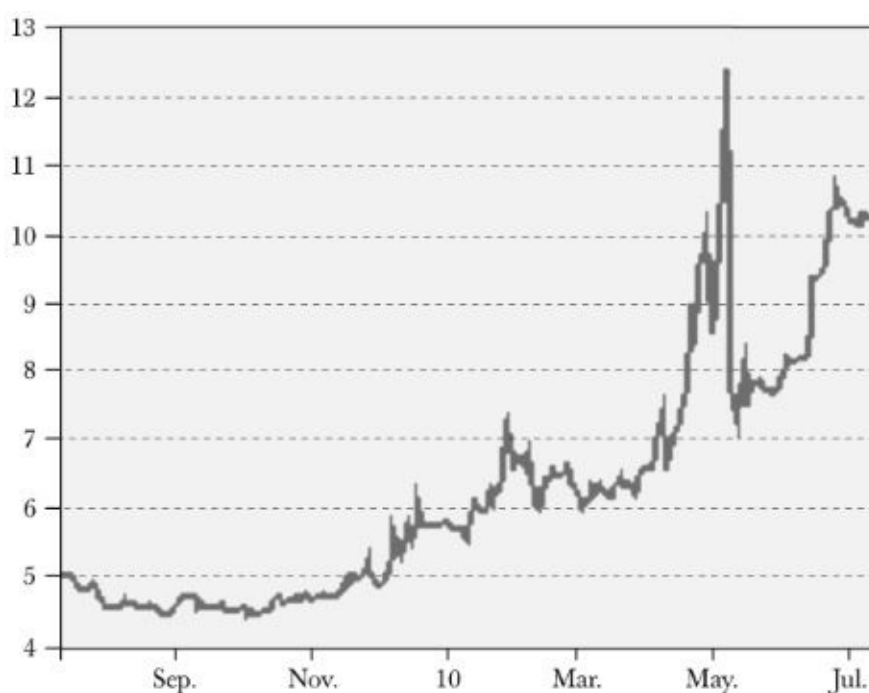
Las respuestas a los problemas presupuestarios fueron varias. Irlanda anunció

recortes del gasto equivalentes al 10% de su PIB. Ni el gobierno de España ni el de Grecia redujeron su gasto.

A finales de 2009 el nuevo gobierno griego anunció que sus déficits alcanzarían la cota extraordinaria del 12,7%, más del triple del 3,7% previsto oficialmente. El 1 de diciembre los ministros de finanzas de la UME acordaron medidas más duras para Grecia. El día 8 del mismo mes Fitch redujo la calificación de la deuda griega a BBB+. Standard & Poor's hizo lo mismo poco después.

En respuesta, el nuevo Primer Ministro, Giorgos Papandreu, no aumentó las pensiones pese a haberse comprometido a hacerlo, sino que optó por subir los impuestos para reducir el déficit. Los tipos de interés que Grecia pagaba por su deuda habían comenzado a subir en otoño de 2009, lo cual empezó a preocupar a los mercados. El ministro alemán de finanzas, Wolfgang Schäuble, declaró que Grecia llevaba años viviendo por encima de sus posibilidades, y que los alemanes no debían ser quienes lo pagasen.

Gráfico 10: Rendimiento del bono griego a diez años (agosto 2009-julio 2010).



Fuente: Bloomberg.

El mercado empezó a albergar dudas acerca de la capacidad de Grecia de pagar sus deudas, y se temía que el BCE dejase de financiar indirectamente el déficit griego aceptando títulos de deuda griega como garantía. En tal caso los bonos griegos no encontrarían comprador y el gobierno heleno se vería obligado a suspender pagos.

En respuesta a la crisis financiera el BCE había rebajado la calificación mínima exigida en sus operaciones de mercado abierto desde A- a BBB-. Se suponía que dicha reducción tendría carácter excepcional y que expiraría al término de 2010. Grecia estaba a punto de perder la calificación mínima exigida (A-) por culpa de sus

problemas presupuestarios. ¿Qué pasaría si en 2011 la calificación de Grecia no alcanzase la marca mínima de A-?

El 21 de enero de 2010 el BCE cuestionó las cifras de déficit presentadas por el gobierno heleno. Ciertas irregularidades habían planteado dudas sobre la exactitud de las estadísticas suministradas. El 14 de enero Standard & Poor's rebajó la calificación de Grecia a A- y anunció una perspectiva negativa para España, Portugal e Irlanda a causa de sus problemas presupuestarios. Ese mismo día Grecia anunció una reducción de su déficit de 10.600 millones de euros propiciada por el aumento de la recaudación por impuestos (7.000 millones) y los recortes del gasto (3.600 millones). El objetivo era reducir el déficit del 12,7% al 8,7% del PIB. Papandreu anunció también la congelación de los salarios de los funcionarios, incumpliendo así una de sus promesas electorales. El sindicato de funcionarios programó huelgas para el 10 de febrero.

El 15 de enero Jean-Claude Trichet, presidente del BCE, aún mantenía un discurso favorable a una política monetaria estricta: “No vamos a cambiar el marco de garantías para favorecer a ningún país. El marco se aplica a todos por igual”^[143]. Los agentes del mercado interpretaron esta afirmación como una negativa del BCE a salvar al gobierno griego mediante una ampliación del plazo de la reducción extraordinaria de la calificación mínima exigida. En el mismo sentido, el economista jefe del BCE, Jürgen Stark, declaró en enero que los mercados se equivocaban si creían que el resto de los Estados miembros iban a rescatar a Grecia.

A finales de enero, después de que Deutsche Bank advirtiese que la quiebra de Grecia resultaría más desastrosa que la de Argentina en 2001 o la de Rusia en 1998, los mercados financieros empezaron a vender bonos griegos más deprisa. A medida que la presión aumentaba, Papandreu anunció nuevas medidas que —según las previsiones de los economistas del HSBC— recortarían el déficit un 0,4% más^[144]. Asimismo, Papandreu afirmó que su intención era hacer que el déficit griego regresara al 3% para 2012. El apoyo a su plan por parte de la Comisión Europea ayudó políticamente al Primer Ministro griego en su país. Papandreu podía culpar a los especuladores y a la UE y presentarse como si esta le hubiese obligado a ejecutar los impopulares recortes del gasto público. No solo eso, sino que llegó a declarar que la situación por la que atravesaba Grecia había sido provocada por el ataque de los especuladores: “Grecia es el centro de un juego de especulación cuyo objetivo es el euro. Nuestro deber como nación es detener los intentos de quienes quieren arrojar a nuestro país por el precipicio”. Grecia, por supuesto, haría los sacrificios necesarios para salvar al euro.

En febrero de 2010 se hizo público que el banco de inversiones Goldman Sachs había ayudado al gobierno griego a ocultar la cuantía total de su déficit mediante derivados financieros. Grecia nunca había cumplido la regla de Maastricht que limita la deuda al 60% del PIB, y desde 1991 tampoco había respetado el límite de déficit del 3%. Solo las tácticas de maquillaje contable —como sacar del balance el gasto en

defensa y la deuda de los hospitales— consiguieron que Grecia cumpliera formalmente los requisitos durante un año. Los derivados de Goldman Sachs camuflaban los préstamos como permutas financieras (*swaps*). Grecia emitía bonos en divisas, y Goldman Sachs vendía *swaps* a Grecia a un tipo de cambio artificial. De este modo Grecia recibía euros por un importe superior al del valor de mercado de las divisas procedentes de la venta de los bonos emitidos. Cuando estos vencían, el gobierno griego devolvía su importe en euros. Goldman Sachs recibía una generosa comisión por participar en esta maniobra para ocultar el tipo de interés^[145].

El 16 de febrero el Consejo de Asuntos Económicos y Financieros (Ecofin), compuesto por ministros de economía y finanzas de la UE, impuso un plan de ajuste al gobierno griego a cambio de un apoyo no especificado. Con el paso de los días aumentó el nerviosismo del gobierno griego, que exigió medidas de apoyo concretas al resto de los Estados miembros. De lo contrario, Grecia solicitaría préstamos a tipos de interés bajos al FMI. La participación del FMI habría resultado muy embarazosa para el grandioso proyecto de la moneda única. ¿Acaso necesitaba la UME al FMI para resolver sus problemas? La confianza en el euro disminuyó aún más.

El 24 de febrero Standard & Poor's anunció que posiblemente rebajase dos puntos la calificación de la deuda pública griega antes del final del mes. Por entonces solamente Moody's mantenía una calificación suficiente que permitiese a los bonos griegos ser aceptados como activos de garantía en circunstancias normales.

A finales de febrero, el presidente Papandreu se reunió con Josef Ackermann, Director ejecutivo del Deutsche Bank. A Ackermann le interesaba resolver el problema de Grecia. Deutsche Bank poseía deuda pública griega y la quiebra del país supondría el hundimiento de todo el sistema bancario, incluido el Deutsche Bank. Tras la reunión, Ackermann propuso al consejero de Angela Merkel, Jens Weidmann, que los bancos privados, Alemania y Francia prestasen a Grecia 7.500 millones de euros cada uno. La propuesta fue rechazada. El gobierno alemán temía que fuese denunciada por inconstitucionalidad. Un rescate violaría el artículo 125 del Tratado acerca del funcionamiento de la Unión, que establece que los Estados miembros no pueden responsabilizarse de las deudas del resto de estados. Más importante aún era que los alemanes se oponían al rescate. Merkel prefería retrasar la solución del problema hasta después de las elecciones en el estado federal de Westfalia-Norte del Rin, previstas para mayo.

El 28 de febrero Merkel seguía negando en público que Alemania fuese a rescatar a Grecia: “Tenemos un tratado que descarta la posibilidad de rescatar a ningún estado”^[146]. Sus ministros, Brüderle y Westerwelle, lo corroboraron. Al mismo tiempo, la UE exigía a Grecia que redujese su déficit 4.800 millones más. El tipo de interés del bono griego subió hasta el 7%.

El 3 de marzo Papandreu aceptó el recorte del déficit exigido (4.800 millones de euros, un 2% más) y anunció subidas de impuestos que afectaban a los combustibles, al tabaco y al consumo, así como un recorte del 30% de las tres pagas extras de los

funcionarios. Los funcionarios griegos vivían mejor que los del resto de países. En Grecia, el 12% del PIB se destinó en 2009 a pagar a los empleados públicos. La cifra suponía un incremento del 2% respecto a la del año 2000, y era un 2% superior a la media de la UE. Con todo, los sindicatos griegos anunciaron huelgas.

A cambio de los “recortes” Papandreu exigió a Europa “solidaridad”, o sea, dinero del resto de los estados. Los “recortes” griegos dieron a Merkel algo del capital político que le hacía falta para vender el rescate a los alemanes. La situación empeoraba por días: en mayo vencía deuda griega por valor de 20.000 millones y no era seguro que los mercados fuesen a refinanciarla a tipos aceptables.

El 5 y el 7 de marzo Papandreu se reunió con Sarkozy y Merkel para recabar su apoyo. Se temía que en Grecia los ingresos fiscales fuesen inferiores a los previstos a pesar de las subidas de impuestos. Standard & Poor’s dejó de poner a Grecia en perspectiva negativa cuando quedó claro que finalmente la UE intervendría a favor del gobierno heleno. Para evitar el pánico de los mercados, Axel Weber, miembro del Consejo de Gobierno del BCE, pidió que se institucionalizase un fondo de ayuda de emergencia.

El 15 de marzo los ministros de finanzas de la Eurozona se reunieron para discutir el posible rescate del gobierno heleno. No se acordó nada nuevo. Los ministros solo reiteraron que los recortes griegos eran suficientes para cumplir el objetivo previsto para 2010. Tres días después Merkel confirmaba que cualquier plan de rescate tendría que incorporar una cláusula que permitiese expulsar a los estados que no obedeciesen las normas, y repitió a los inversores que no esperasen un pacto de ayuda económica a Grecia. Al mismo tiempo, Zapatero y Sarkozy pidieron que la UE se dotase de un gobierno económico.

El 25 de marzo las naciones del BCE y de la UME actuaron juntas por primera vez. Trichet, contradiciendo su declaración del mes de enero, anunció que las medidas de excepción que afectaban a los activos de garantía continuarían en vigor durante 2011. Los bonos griegos seguirían siendo una garantía válida. Ese mismo día, las naciones de la UE y el FMI acordaron rescatar a Grecia. Alemania había exigido la participación del Fondo Monetario Internacional. Los detalles del rescate no se publicaron y se ocultaron a los mercados. Aunque los alemanes se oponían, la clase política del país recurrió a argumentos parecidos a los utilizados para defender la introducción del euro. Según el europarlamentario británico Daniel Hannan, un político alemán había afirmado que no rescatar a Grecia podría provocar otra segunda guerra mundial^[147].

El 11 de abril, dos días después de que la agencia Fitch hubiese rebajado la deuda griega hasta BBB-, el tipo de interés del bono griego subió al 8%. Finalmente, el gobierno alemán aceptó subsidiar a Grecia con préstamos procedentes de la UME por un importe de 30.000 millones y del FMI por 15.000 millones. Los mercados se hundieron y en Grecia aumentó la oposición a los recortes presupuestarios.

Los funcionarios griegos fueron a la huelga el 22 de abril. El mismo día, la UE

anunció que la cifra de déficit de Grecia en 2009 había sido aún mayor que la publicada: 13,6% en lugar de 12,7%, y una deuda total del 115% del PIB. En respuesta, Moody's rebajó la calificación de la deuda griega hasta A3. Papandreu mantenía que la corrección de los datos no afectaría a su plan para reducir el déficit hasta el 8,7% en 2010. La deuda pública griega, la española y la portuguesa se desplomaron.

Al día siguiente se obligó al gobierno griego a activar el paquete de rescate por un importe de 45.000 millones de euros, cuyos detalles se habían acordado dos días antes. El país accedía así por un plazo de tres años a una línea de crédito de 30.000 millones de euros procedentes de las naciones de la UME a un interés del 5%, y a 15.000 millones de euros del FMI a tipos inferiores. A Grecia le urgía tener acceso a estos fondos, puesto que el 19 de mayo le vencían 8.500 millones de euros y era probable que los mercados no los refinanciasen.

El 27 de abril Standard & Poor's rebajó al nivel del bono basura la calificación del National Bank of Greece, el mayor prestamista del país, y la de EFG Eurobank Ergasias. Ese mismo día, la deuda soberana del país recibió la misma calificación. Standard & Poor's también rebajó la calificación de Portugal desde A+ a A-. Al día siguiente hizo lo mismo con la de España, que pasó de AA+ a AA.

Los acontecimientos se aceleraron a principios del mes de mayo. Era evidente que los 45.000 millones del rescate de Grecia serían insuficientes para evitar que el país suspendiese pagos. El 2 de mayo los ministros de la Eurozona acordaron un rescate mayor mediante préstamos por valor de 100.000 millones de euros a un tipo de interés próximo al 5%. Este segundo paquete de ayuda debía bastar para que Grecia saliese adelante a lo largo de los siguientes tres años. Conforme a la estructura del capital del BCE, el 27,92% de los préstamos procedieron de Alemania.

Tabla 1: Porcentaje del rescate por países.

País	Porcentaje del rescate
Alemania	27,92
Francia	20,97
Italia	18,42
España	12,24
Holanda	5,88
Bélgica	3,58
Austria	2,86
Portugal	2,58
Finlandia	1,85
Irlanda	1,64
Eslovaquia	1,02
Eslovenia	0,48
Luxemburgo	0,26
Chipre	0,20
Malta	0,09

Fuente: ECB 2010.

Merkel aceptó el rescate pese a la inminencia de las elecciones. A cambio, el gobierno griego se avino a recortar de nuevo el salario de los funcionarios y las pensiones, y a subir el IVA hasta el 23%. Comenzó a cundir el temor de que también España fuese a necesitar ser rescatada.

Aquel mismo día el BCE volvió a colaborar con los ministros de la UME. La independencia de la institución empezó a desvanecerse cuando anunció que eliminaba toda exigencia de calidad para la deuda pública griega; o sea, que aceptaría en garantía bonos griegos de cualquier clase. Al convertirse en un mero ejecutor de políticas contrarias a su anterior modo de actuación, el BCE perdió gran parte de su crédito. Cada vez más, el BCE aparecía como la máquina inflacionista al servicio de la alta política que los políticos franceses y del resto de países latinos habían estado buscando. Inmediatamente después, el Eurostoxx 50, el índice bursátil europeo, subió un 10%.

El 4 de mayo el gobierno griego creó un fondo para apoyar a su maltrecho sistema bancario. Corría el rumor de que la rebaja de la deuda española era inminente, pero fue desmentido por el presidente español, José Luis Rodríguez Zapatero. Los mercados bursátiles europeos se hundieron. Atenas cayó un 6,7% y Madrid un 5,4%. Al día siguiente Moody's rebajó la calificación de Portugal hasta A-. En Atenas unos manifestantes prendieron fuego a un banco y causaron tres

víctimas. La conmoción llegó a los mercados financieros.

El 6 de mayo Trichet seguía negándose a ceder a las presiones para comprar directamente deuda pública de cualquier estado europeo en apuros. Axel Weber también se manifestó en público en contra de la medida. El Dow Jones se desplomó 1.000 puntos en cuestión de minutos y recuperó la mitad de lo perdido para el final de la jornada. El euro lo siguió.

Al día siguiente el Eurosistema se encontraba al borde del colapso. Los réditos de la deuda española, griega y portuguesa se habían disparado. Los observadores mantienen que por la tarde la negociación de bonos europeos cesó casi por completo. Ni siquiera los bonos franceses eran líquidos^[148]. En su informe del mes de junio de 2010, el BCE admitió que los días 6 y 7 de mayo el colapso total fue inminente. Según la entidad, el riesgo había sido mayor que tras la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008. También admitió que aumentó la probabilidad de quiebra de dos o más grupos bancarios de entre los principales de Europa^[149]. Al parecer, bancos que habían invertido en deuda soberana de países mediterráneos habían tenido graves problemas para refinanciarse. El dinero dejó de afluir a los mercados de dinero.

Según el periódico *Welt am Sonntag*, los banqueros franceses telefonearon asustados a sus colegas alemanes exigiéndoles que presionaran al BCE para que comprase bonos griegos^[150]. Incluso el presidente Obama llamó a la canciller Merkel cuando se interrumpió el flujo de dinero procedente de los Estados Unidos hacia Europa. Como el 7 de mayo fue viernes, los políticos y los banqueros centrales pudieron usar el fin de semana para ponerse de acuerdo e impedir el colapso total.

El mismo día (aunque el hecho no repercutió en los mercados), el parlamento alemán aprobó una ley que permitía la concesión de préstamos al gobierno griego. Aquel fin de semana la Corte Constitucional Federal alemana desestimó un recurso presentado por los mismos cuatro profesores alemanes que protestaron por la introducción del euro (Karl Albrecht Schachtschneider, Wilhelm Hanke, Wilhelm Nöbling y Joachim Starbatty) en el que argumentaban que el rescate violaba el artículo 125 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, según el cual ningún país puede hacerse responsable de la deuda de un Estado miembro.

El domingo, la coalición alemana gobernante sufrió una aplastante derrota en las elecciones del estado federal de Renania del Norte-Westfalia. Merkel había pretendido retrasar el rescate de Grecia hasta después de los comicios, pero ante la velocidad con que se desarrollaban los acontecimientos sacrificó la victoria a fin de salvar el euro, canceló sus apariciones de campaña, y voló a Bruselas para reunirse con los ministros de finanzas del Consejo Europeo.

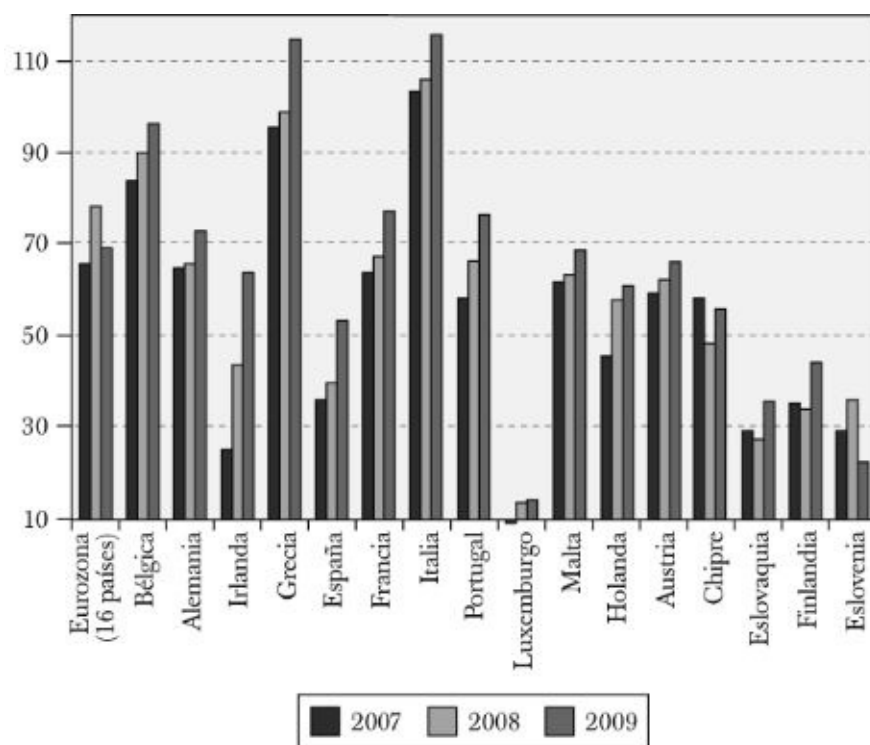
Sarkozy y Berlusconi también juzgaron necesario asistir al encuentro con los ministros de finanzas, pues sostenían que sería necesario constituir un nuevo fondo con el que rescatar a otros países. Para Merkel la idea representaba un paso más hacia una unión de transferencias en la que el poder de la Comisión Europea crecería y los

estados del sur disfrutarían de préstamos subsidiados procedentes de las naciones más ricas. Al principio, la canciller se opuso. Durante una cena del viernes por la noche, Trichet explicó la extrema gravedad de la situación.

Merkel logró postergar la decisión final hasta el domingo siguiente a las elecciones. Su presencia en Moscú el día 8 de mayo, en la conmemoración de los 65 años de la derrota de Alemania frente a la Unión Soviética, fue muy elocuente. Las negociaciones se retomaron el domingo después de las elecciones. Trichet volvió a estar presente pese a ser el presidente supuestamente independiente del BCE. Para los representantes alemanes actuaba como el adjunto al ministro francés de finanzas. El ministro alemán del ramo, Wolfgang Schäuble, no acudió a la reunión por estar hospitalizado (a causa de una reacción alérgica a un medicamento, según el anuncio oficial). La negociación fue difícil. Obama y Bernanke tuvieron que intervenir para exigir a Merkel un gigantesco paquete de rescate.

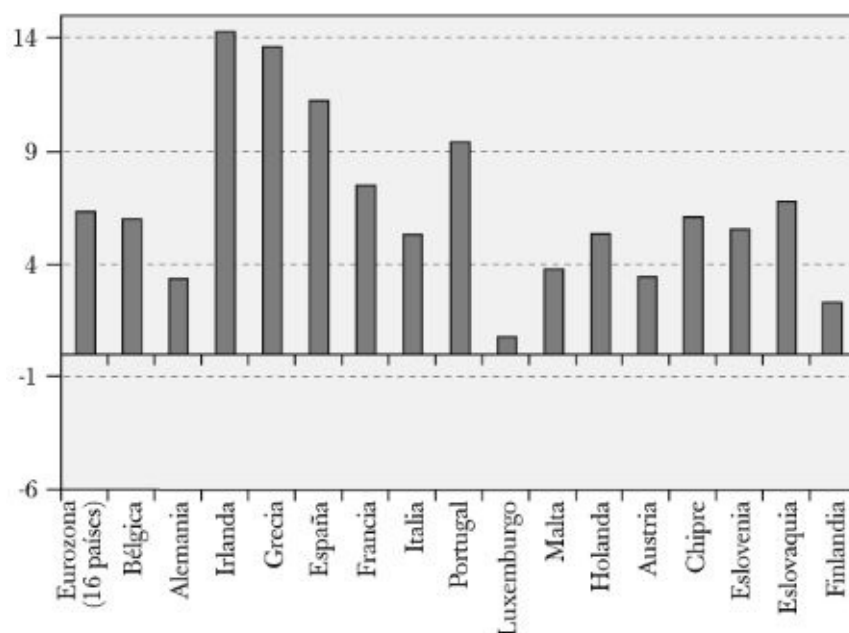
Los políticos de Finlandia, Austria y Holanda apoyaron a Alemania. Los intereses estaban claros. Los gobiernos con déficits y gasto público altos se estaban rebelando contra los estados con déficits más bajos y los gobiernos partidarios de políticas monetarias rigurosas, que serían sus acreedores.

Gráfico 11: Porcentaje de deuda en relación con el PIB en la Eurozona de los años 2007, 2008 y 2009.



Fuente: Eurostat (2010).

Gráfico 12: Porcentaje de déficit en relación con el PIB en la Eurozona del año 2009.



Fuente: Eurostat (2010).

Grecia era relativamente poco importante merced a su tamaño, pero los grandes deudores se encontraban en graves apuros desde el mes de mayo. Aunque el riesgo por exposición a la deuda griega de algunos bancos de la Eurozona se cifraba en 206.000 millones de euros, el de la deuda española alcanzaba los 727.000 millones. El objetivo del nuevo paquete de rescate era evitar la hipotética suspensión de pagos de los deudores portugueses y españoles, que hubiera terminado perjudicando a la banca alemana y especialmente a la francesa. Al gobierno galo, sin embargo, le interesaba el rescate más que al alemán.

La exposición directa de la banca francesa al riesgo de la deuda pública de Portugal, Irlanda, Grecia y España era mayor que la alemana, como muestra la Tabla 2.

Tabla 2: Exposición al riesgo de la deuda pública del sector bancario francés y alemán (a 31 de diciembre de 2009).

	Banca francesa	Banca alemana
España	48.000 millones de dólares	33.000 millones de dólares
Grecia	31.000 millones de dólares	23.000 millones de dólares
Portugal	21.000 millones de dólares	10.000 millones de dólares
Irlanda	6.000 millones de dólares	1.000 millones de dólares

Fuente: BIS 2010.

A finales de 2009 el importe total de la deuda pública de Portugal, Irlanda, Grecia y España en posesión de la banca francesa ascendía a 493.000 millones de dólares. La cifra era similar para los bancos alemanes: 465.000 millones de dólares. La mayor

parte era deuda española: 248.000 millones de dólares para los bancos franceses y 202.000 para los alemanes. La quiebra de la banca o del gobierno de España hubiera perjudicado a los bancos alemanes y franceses. La de la banca o del gobierno de Portugal, por su parte, habría arrastrado a los bancos españoles, que poseían títulos de deuda lusa por valor de 110.000 millones de dólares^[151].

El acuerdo final, conocido como “paracaídas”, incluyó préstamos de hasta 750.000 millones de euros para los gobiernos con problemas. La Comisión Europea aportó 60.000 millones de euros al paquete. Una vez agotado, los países podrían obtener préstamos, avalados por los Estados miembros en función de la cuantía de sus reservas depositadas en el BCE, de un fondo dotado con 440.000 millones de euros. El aval de Alemania ascendía a 123.000 millones de euros. El FMI participaba con hasta 250.000 millones de euros en préstamos.

A cambio de estos avales, los gobiernos socialistas de España y Portugal aceptaron recortar sus déficits. El gobierno español anunció una bajada de los sueldos de sus funcionarios y la congelación de las pensiones; el portugués, un recorte de los sueldos de los altos cargos del gobierno y una subida de impuestos. Presionados, al parecer, por el gobierno alemán, Italia y hasta Francia anunciaron recortes del déficit para el mes de mayo. La Comisión Europea evaluó estos recortes y los consideró pasos en la dirección correcta.

Como explicó el diario español *El País*, Sarkozy había amenazado con romper la alianza franco-germana si Merkel se opusiera a la creación de un “paracaídas” que favoreciese a la banca francesa —tenedora de la mayor parte de la deuda de los países Mediterráneos— o, directamente, con salir del euro. Que Francia saliese de la Eurozona si Alemania rechazase pagar bien pudiera considerarse uno de los más grandes faroles de la historia.

La propia Merkel declaró: “Si el euro fracasa, fracasará también la idea de la integración europea”^[152]. El argumento es falaz. Que no exista un banco central no impide en absoluto que exista una Europa integrada donde haya libertad de circulación y de comercio. En esta ocasión Merkel apareció como defensora de la versión socialista de Europa.

El nuevo “paracaídas” puso de manifiesto que la Eurozona se había convertido en una unión de transferencias. Antes del “paracaídas” la redistribución había quedado oculta por los complejos mecanismos monetarios del Eurosistema. Ahora, el apoyo fiscal directo de unos países a otros resultaba evidente. De repente, los contribuyentes alemanes pasaban a avalar alrededor de 148.000 millones de euros, más del 60% de los ingresos de su gobierno. Al igual que ocurrió tan a menudo después de la primera guerra mundial, los alemanes pagaban sin tener derecho a hablar^[153].

A lo largo de aquellos días decisivos los banqueros centrales europeos trabajaron codo con codo con los políticos. El lunes 10 de mayo, antes de que los mercados abrieran, el BCE anunció que compraría títulos de deuda pública en el mercado, lo que equivalía a cruzar una línea que muchos creían infranqueable. La decisión no fue

unánime. Axel Weber y Jürgen Stark —antiguos responsables del Bundesbank— se opusieron respaldados por Nout Wellink, presidente del De Nederlandsche Bank, el aliado tradicional del Bundesbank. Trichet, pese a haberlo negado la semana anterior, mantuvo que el BCE no había recibido presiones y que seguía siendo independiente. El BCE afirmó que la medida no sería inflacionaria, dado que la institución esterilizaría el aumento de la base monetaria aceptando depósitos a plazo de los bancos. De esta manera el BCE pasaba a hacer lo que cualquier otro banco: captar pasivo a corto plazo y prestarlo a largo. Para los bancos privados esta práctica resulta muy arriesgada por la necesidad de renovar la deuda a corto plazo^[154]. También lo sería para el BCE en caso de que no lograra captar depósitos por un importe suficiente, lo cual provocaría una expansión monetaria inflacionista. Es cierto que para lograrlo el BCE podría elevar los tipos de interés, pero tal medida supondría un problema para los gobiernos endeudados y las empresas en general. En el mes de mayo la revista Spiegel se hizo eco del malestar de algunos responsables del Bundesbank para quienes el paracaídas por valor de 750.000 millones de euros hacía innecesaria la compra de deuda pública por parte del BCE (por un montante que alcanzaba los 40.000 millones de euros en aquel momento)^[155]. Se presentía una conspiración. Los bancos alemanes habían prometido al ministro alemán de finanzas, Wolfgang Schäuble, que no se desharían de sus bonos griegos hasta 2013. Las aseguradoras y los bancos franceses, en cuyos balances figuraban bonos griegos por un importe de entre 70.000 y 80.000 millones de euros, aprovecharon la ocasión para vender bonos griegos, españoles y portugueses, dado que Trichet impedía que su precio bajase mediante compras por parte del BCE.

El resultado de la acción coordinada del gobierno de la UME y del BCE fue un golpe de estado *de facto* que abolió los principios originales de la unión monetaria y económica. A la nueva institución denominada Facilidad Europea de Estabilidad Financiera (FESF), con sede en Luxemburgo, se le concedió la potestad de vender deuda para rescatar a los Estados miembros. La nueva institución podía operar de manera independiente. Los Estados miembros participaban únicamente en la medida en que garantizaban la deuda emitida por la FESF. Cabe esperar que el poder de la FESF —que ha sido dotada de un aparato burocrático propio— aumente en aras de una mayor centralización. La FESF provoca y proporciona incentivos para que se incurra en endeudamientos excesivos y se articulen rescates; precisamente, los dos fenómenos que se pretendía moderar al constituirla.

Por si fuera poco, si la FESF necesita emitir deuda por un importe superior al acordado, le basta con la aprobación de los ministros de finanzas de la Eurozona. No es necesario discutir el incremento en el Parlamento. El reglamento aprobado por el Consejo el 9 de mayo cambió para siempre la estructura institucional de la UME. La unión de estabilidad que imaginaban los estados del norte fue sustituida por una unión de transferencias sin restricciones.

Como consecuencia de las intervenciones en materia de política fiscal y

monetaria a favor de los gobiernos en apuros se registraron alzas en los mercados de valores de todo el mundo. El índice Eurostoxx 50 ganó un 10,4%. Los bonos españoles, griegos, portugueses e italianos se revalorizaron mientras que los alemanes cayeron. El gobierno alemán había pasado a hacerse cargo de las deudas de los países latinos.

En las semanas siguientes los dirigentes europeos trataron de reformar el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. El PEC establecía multas de hasta el 0,5% del PIB para los países cuyos déficits presupuestarios rebasasen el techo del 3%. No obstante, ningún país ha sido multado durante los once años de vida del euro pese a que se han dado casos de incumplimiento. De hecho, los gobiernos de Francia y Alemania hicieron frente común en 2005 para suavizar las reglas tras exceder el límite de déficit por tres años consecutivos.

Los últimos acontecimientos han reavivado el debate sobre las sanciones para los países que superen el límite de déficit del 3%, entre ellas multas y la retirada de los fondos europeos de ayuda al desarrollo. En junio Merkel propuso que también se retirase el derecho de voto a los infractores, pero no logró que la medida se aprobara. Otra iniciativa que fracasó fue una propuesta de la Comisión Europea que pedía mayor coordinación de los presupuestos antes de someterlos a votación en los parlamentos nacionales. Alemania, Francia y España se opusieron a ello por creer que hubiera restringido su soberanía.

Tras el aparente regreso a la calma de los mercados, el 28 de mayo España perdió la calificación de AAA para la agencia Fitch. En junio, Grecia aceleró su proceso de privatización de empresas estatales. Las primas de los seguros de impago de deuda aumentaron incluso para Alemania, que anunció medidas para reducir sus propios déficits en 80.000 millones de euros para el año 2014.

Mientras tanto, crecían los problemas del sistema bancario. El precio de los bonos de los gobiernos no había dejado de caer. A los bancos se les planteaba un dilema, pues venderlos dejaría al descubierto sus pérdidas y reduciría la confianza en los gobiernos. Ahora más que nunca los gobiernos y el sistema bancario compartían intereses. La quiebra de cualquiera de ellos podría suponer la de los demás. Si Grecia suspendiera pagos, peligraría la solvencia de los bancos que poseyeran bonos griegos. Las entidades que se declararan insolventes podrían provocar el hundimiento de otras o que sus propios gobiernos tuvieran que ser rescatados, lo cual acercaría a estos aún más hacia la suspensión de pagos. No obstante, si los bancos reconociesen sus pérdidas y quebrasen, los gobiernos probablemente intervendrían para salvar el sistema bancario nacional. El rescate significaría mayor deuda, la aceleración de la crisis de la deuda soberana y, posiblemente, que se alcanzase un endeudamiento insostenible. En los mercados de deuda soberana cundiría el pánico y algunos gobiernos quebrarían.

En junio, España se convirtió en el centro de atención. Los mercados ya habían asumido y descontado una quita o una renegociación de la deuda griega. La

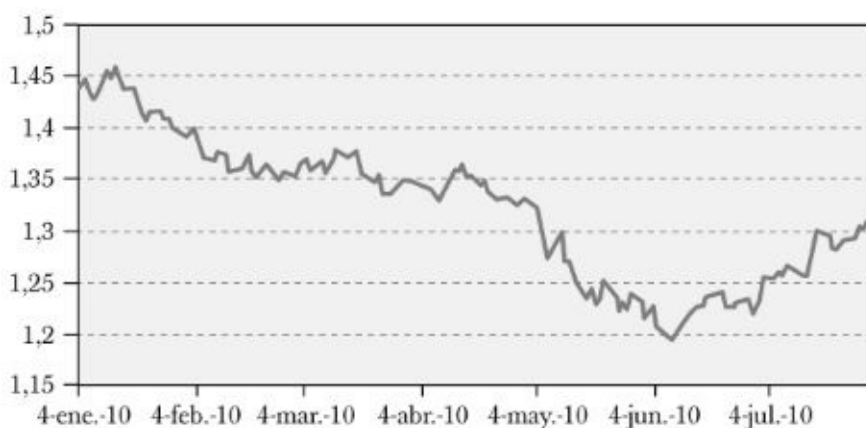
suspensión de pagos de España, sin embargo, planteaba un problema mucho más grave. Afloraron las malas noticias. La banca española, especialmente las cajas de ahorro, era incapaz de seguir financiándose en el mercado interbancario y solo se mantenía a flote gracias a los préstamos provenientes del Banco Central Europeo. En el mes de mayo, el importe de esta dependencia alcanzó los 86.000 millones de euros. Cundía el rumor de que el gobierno español estaba a punto de solicitar el rescate. Las autoridades españolas se apresuraron a desmentirlo.

El 14 de junio Moody's rebajó la calificación del bono griego hasta el nivel de bono basura. Los bancos griegos no solo estaban perdiendo líneas de crédito de otros bancos, sino su propia base de depósitos, que ya había menguado un 7% en un año al haber retirado los griegos sus fondos del sistema bancario. Los bancos griegos estaban recibiendo préstamos del BCE por un importe de 85.000 millones de euros y presentando como garantía principalmente bonos de su gobierno^[156]. Al mismo tiempo, el BCE continuaba con la compra de bonos, cuyo importe ascendía ya a 47.000 millones de euros.

En julio las cosas se tranquilizaron un poco, si bien las malas noticias no cesaron. El gobierno griego canceló la emisión prevista de bonos a doce meses por confiar en vencimientos menores (veintiséis semanas) y en los fondos de rescate. El país seguía colapsado por las huelgas, que afectaban ya al sector del turismo. El 13 de julio Moody's rebajó dos escalones la calificación crediticia de Portugal, hasta A1. Pero prevalecieron las buenas noticias. El anuncio de una prueba de tensión para los bancos europeos tranquilizó a los mercados, que esperaban mayor transparencia y la solución de los problemas de la banca. El BCE siguió comprando bonos pero manifestó su preocupación por lo insuficiente de las medidas de ahorro aprobadas por los países deficitarios. España consiguió colocar grandes volúmenes de deuda en los mercados. El gobierno griego aprobó la ampliación de la edad de jubilación a los 65 años. Eslovaquia, el único país que aún se resistía a acudir al fondo “paracaídas” de 750.000 millones de euros, aprobó finalmente un plan de rescate.

El gráfico de la evolución del tipo de cambio del euro ilustra muy bien lo ocurrido.

Gráfico 13: Euro/dólar.



La depreciación del euro ilustra también cuán importante resulta que la moneda sea de calidad^[157]. En aquellos meses la cantidad de euros en relación con el dólar no cambió demasiado, pero su calidad se deterioró notablemente.

La calidad de una moneda es su capacidad para desempeñar las funciones básicas del dinero, a saber: servir como medio de intercambio, depósito de valor y unidad de cuenta. La estructura institucional del banco central, su personal y sus activos, entre otros factores, determinan la calidad de una moneda. Los activos de un banco central son importantes porque respaldan sus pasivos (o sea, su moneda), y pueden emplearse para defender la moneda dentro o fuera del país y en caso de reforma monetaria^[158].

Durante la primera mitad de 2010 aumentaron las dudas sobre la capacidad del euro de servir como depósito de valor. De hecho, no era seguro en absoluto que el euro lograra sobrevivir a la crisis de la deuda soberana. La confianza en la capacidad de la moneda única como depósito de valor se debilitó. En particular, la credibilidad del BCE disminuyó notablemente. Trichet había negado que se fueran a aplicar reglas especiales a los activos de garantía de ciertos países y que el BCE fuese a comprar deuda pública directamente. En ninguno de los dos casos fue fiel a su palabra, y ello cambió drásticamente la percepción que se tenía del BCE.

Cuando el euro nació, la pregunta era si sería una moneda germánica o, por el contrario, latina. ¿Funcionaría el BCE en la línea del Bundesbank o en la de los bancos centrales de la Europa mediterránea? Los acontecimientos de la primavera de 2010 apuntaron rotundamente a la segunda opción. La misión fundamental del BCE ya no era dar estabilidad al valor del euro y resistir a los intereses de los políticos, sino cumplir lealmente las políticas de una unión de transferencias. La Unión Europea se había convertido en una unión de transferencias en que la política monetaria refrendaba la transferencia de riqueza en el seno de Europa.

Que Trichet hubiera traicionado la palabra dada perjudicó a la calidad del euro, pero para muchos el gobernador del BCE cruzó el Rubicón al aprobar la compra directa de bonos de los Estados miembros (si bien es cierto que, en términos económicos, no resulta muy distinto de aceptar títulos de deuda pública como garantía en operaciones de préstamo).

Otra causa de la merma de calidad del euro fue que las opiniones de los antiguos responsables del Bundesbank perdieron peso en el consejo del BCE, dominado por los banqueros latinos. El alemán Axel Weber protestó la decisión del BCE de comprar deuda pública, pero en vano.

Además de la nueva percepción del BCE como un banco central más inflacionista, otro factor perjudicó a la calidad del euro: la expansión monetaria cualitativa^[159]. Esta medida es una política monetaria ejecutada por los bancos centrales por la cual se rebaja la calidad media de los activos que respaldan la base

monetaria (los pasivos del BCE). Al comprar deuda pública de países en apuros, disminuye la calidad media de los activos que respaldan al euro.

Es distinto que por cada 1.000 euros emitidos el BCE mantenga en el activo de su balance oro por un valor de 1.000 euros, 1.000 euros en bonos alemanes, o 1.000 euros en bonos griegos. La calidad y la liquidez de dichos activos no es igual, y ello afecta a la calidad del euro.

Al final, en el balance del BCE se ha ido acumulando cada vez más deuda pública de baja calidad que la institución ha comprado al sistema bancario. Mediante esta expansión monetaria cualitativa el BCE pretendió sostener al sistema bancario absorbiendo sus activos de mala calidad a costa de deteriorar el euro. De ahí que la suspensión de pagos de Grecia o de cualquier otro país pudiera provocar grandes pérdidas al BCE, lo cual debilitaría aún más la confianza en el euro y podría hacer necesaria la recapitalización^[160].

Al mismo tiempo, se deterioró la situación económica de los gobiernos y la calidad de los bonos que utilizaban como activos de garantía. Si un banco llegase a suspender pagos, el BCE se quedaría con unos activos de garantía de valor y calidad decrecientes. El euro solo se estabilizó en julio, cuando el gobierno español vio que sería capaz de refinanciarse en los mercados, la industria alemana publicó resultados excelentes, y la recuperación de los Estados Unidos resultó ser más lenta de lo que se había esperado.

También fueron de ayuda las pruebas de tensión realizadas a la banca europea con el fin de evaluar, mediante una simulación, cómo el sistema bancario resistiría una crisis parcial de deuda soberana. Con el fin de obtener el resultado esperado, se partió de supuestos poco realistas. La mayoría de los bancos las pasaron satisfactoriamente y los mercados quedaron contentos. Las pruebas solo tuvieron en cuenta las posiciones incluidas en las carteras de negociación de los bancos. Como se asumió que el riesgo de impago de la deuda pública sería nulo, no se consideró necesario analizar las carteras de inversión a vencimiento de las entidades. Por si fuera poco, se utilizó un cálculo de pérdidas muy bajo, que en el caso de la deuda griega fue de un mero 23%. Tampoco se tuvo en cuenta el posible encadenamiento de causas y efectos; por ejemplo, que la suspensión de pagos de Grecia podría desencadenar la de España y Portugal. Suponer que el descuento de la deuda griega no excedería el 23% era demasiado poco realista. Las pruebas también obviaron las pérdidas que pudieran provocar las quiebras de entidades financieras, así como las relacionadas con otros tipos de activos, por ejemplo, los créditos hipotecarios. En última instancia, se trataba realmente de pruebas de solvencia, no de liquidez. Si un banco incurre en un descalce de plazos (o sea, ha captado pasivo a corto y lo ha prestado a largo) se ve obligado a refinanciar sus deudas a corto. Si el ahorro disponible no es suficiente o si nadie está dispuesto a prestarle, la entidad tendrá un problema de iliquidez que, a su vez, podrá perjudicar su solvencia. Con todo, las pruebas de tensión no tuvieron en cuenta ni el alcance del descalce de plazos ni el riesgo de iliquidez. Los presupuestos de partida

fueron tan restringidos que las pruebas parecían concebidas con un solo fin: demostrar que todos los bancos estaban sanos a excepción de aquellos que todo el mundo sabía de antemano que no lo estaban. Curiosamente, los bancos irlandeses, que al cabo de unos meses hubieron de ser rescatados por el gobierno de su país, también las pasaron. Pese a todo, se logró evitar temporalmente el colapso total del sistema y el euro consiguió recuperar durante el verano parte de lo que había perdido.

Irlanda

La crisis de la deuda soberana regresó con fuerza renovada tras las vacaciones de verano. El 25 de agosto Standard & Poor's rebajó la calificación crediticia del país a AA-, todavía un peldaño por encima de Italia. La agencia calculaba que el importe de la deuda de Irlanda alcanzaría el 113% del PIB en 2012. También corrigió las necesidades de recapitalización del sistema bancario: de 35.000 a 59.000 millones de euros. En septiembre siguió aumentando la presión sobre el rédito de la deuda de los países periféricos en respuesta a los problemas del Anglo Irish Bank y a los costes que su recapitalización planteaba al gobierno irlandés.

Por aquel entonces se publicaron también las propuestas del gobierno alemán para endurecer las sanciones dentro del PEC. Schäuble planteó que a los países que violasen el pacto se les retirasen los subsidios europeos para obras de infraestructuras y el derecho de voto. La pugna entre los gobiernos fiscalmente más responsables y los que lo eran menos continuaba.

El sistema bancario europeo volvió a encontrarse al borde del colapso de nuevo a mediados de septiembre de 2010, cuando los inversores temieron que Irlanda no pudiera evitar la recapitalización de su banca. El 17 de septiembre el coste de asegurar la deuda soberana de Irlanda alcanzó nuevos máximos y la bolsa del país se hundió. El pánico pudo contenerse solo cuando el BCE compró bonos irlandeses, señalando así que estaba dispuesto a apoyar al gobierno irlandés igual que lo estaba haciendo con el de Grecia y con los de otros países periféricos. Al contrario de lo que ocurrió en la primavera, la crisis se contuvo porque los mercados reconocieron que el BCE compraría cuanta deuda pública hiciese falta y que, además, estaba respaldado por un fondo de rescate de 750.000 millones de euros.

Con la deuda pública de los países periféricos en su balance, el BCE siguió perdiendo su independencia. Para evitar que estos bonos le originen pérdidas, a la entidad no le queda más remedio que seguir apoyando a los países que los han emitido. De este modo, el BCE ha pasado a ser rehén de los políticos irresponsables, cuyas facturas debe pagar. Como consecuencia de las pérdidas inminentes derivadas de la compra de bonos, la institución recibió en diciembre de 2010 una inyección de capital de 5.000 millones de euros. Este aumento de capital redujo los beneficios pagaderos a los gobiernos de la UME.

Aliviadas las presiones tras la compra de deuda pública por parte del BCE, en la

cumbre organizada en Bruselas el 29 de octubre el gobierno alemán volvió a dar muestras del poder que le confería ser avalista de la deuda de los gobiernos periféricos. El fondo de rescate se había constituido por un periodo limitado de tres años. A finales de octubre, la canciller alemana, Angela Merkel, manifestó que dicho plazo solo se alargaría si se aprobase una reforma por la que los inversores privados poseedores de deuda pública asumieran parte del coste de los rescates futuros. Dicho con otras palabras: Alemania amenazaba con retirar parcialmente la garantía explícita de rescate. A partir de 2013, los inversores privados se arriesgaban a sufrir pérdidas. A resultas del anuncio, los inversores empezaron a desprenderse de la deuda pública de los PIIGS, cuyo rédito aumentó.

Los mercados volvieron a fijarse en Irlanda. La previsión de déficit del gobierno irlandés para 2010 se cifraba en un increíble 32,5% del PIB y su porcentaje de deuda se mantenía en el 80% del PIB tras varias medidas de gasto encaminadas a sostener a su insolvente sistema bancario.

Pese a su enorme déficit, las dificultades de Irlanda no son los mismos problemas fiscales que aquejan a los gobiernos de los demás PIIGS, desbordados por altos déficits públicos estructurales dirigidos a costear un Estado del Bienestar insostenible y unos mercados de factores de producción poco competitivos. Los gobiernos, más que ninguno el de Grecia, han provocado déficits de gasto público para aumentar de forma artificial el nivel de vida de sus ciudadanos. Con ellos se ha financiado a los desempleados, a los funcionarios y a los pensionistas, y se han mantenido mercados de trabajo inflexibles.

En Irlanda los problemas eran algo distintos. Si bien el país soportaba también un Estado del Bienestar grande y oneroso, en cierto sentido puede decirse que Irlanda era demasiado competitiva, con un impuesto de sociedades que era el más bajo de la Unión Monetaria (12,5%). Esta circunstancia hizo que bancos de todo el mundo quisieran ampliar sus negocios en la isla, lo cual provocó un notable crecimiento de su sector bancario. Durante los años de auge, los bancos generaron ingentes beneficios gracias a su privilegio para expandir el crédito y al respaldo implícito del gobierno. La expansión crediticia creó en Irlanda una burbuja inmobiliaria que, al estallar, originó cuantiosas pérdidas y llevó a la insolvencia a la banca del país.

Mientras que durante la fase de auge los beneficios de la banca eran de propiedad privada, las pérdidas se socializaron el 30 de septiembre de 2008, cuando el gobierno irlandés garantizó todo el pasivo de la banca del país. Los problemas de Irlanda fueron consecuencia no solamente de su desmedido Estado del Bienestar, sino de la socialización de las pérdidas de un sistema bancario privilegiado.

El rescate irlandés costó 85.000 millones de euros a un tipo de interés subvencionado del 5,8%. Con una parte de él se constituyó un fondo para la banca irlandesa. El rescate convirtió a los contribuyentes en los últimos responsables de unos préstamos destinados a cubrir las pérdidas de los bancos, a lo cual se opuso la mayoría de la población. Los irlandeses han comprendido que el dinero del rescate no

servirá principalmente para mantener el nivel de vida de los funcionarios, de los parados o de los pensionistas (como en el caso de Grecia), sino para que los banqueros conserven el suyo.

Ante tanta oposición, el gobierno irlandés decidió postergar las elecciones generales hasta después de la aprobación de los presupuestos generales, que incluían un aumento del IVA desde el 21% al 23%. De ese modo se obligó a los irlandeses a hacerse cargo de las deudas de los bancos y a pagarlas durante los años siguientes. No se sometió el rescate a referéndum porque se daba por sentado que la población lo hubiera rechazado.

¿Por qué los gobiernos de la Eurozona presionaron a Irlanda para que solicitase ser rescatada?

En primer lugar, los réditos de los bonos de los PIIGS estaban creciendo. Tras el anuncio de los planes de reforma de Merkel, los agentes del mercado comenzaron a temer que los bonos de estos países pudieran ocasionarles pérdidas. Los gobiernos de la Eurozona creyeron que rescatando a Irlanda y mostrando determinación aliviarían la presión sobre Portugal. El país luso, cuyos problemas son similares a los de Grecia, es importante porque los bancos españoles tienen invertidas en él grandes sumas, y en caso de que suspendiera pagos arrastraría a la banca española. Llegada esa circunstancia, el fondo de rescate se habría agotado y la situación sería incontrolable. Para impedir semejante reacción en cadena, se forzó a Irlanda a aceptar el rescate.

En segundo, había que rescatar a la banca irlandesa porque los bancos ingleses, franceses y alemanes habían invertido mucho en el país. Las pérdidas en Irlanda podrían consumir el capital de los bancos europeos y provocar el hundimiento de todo el sistema bancario europeo y de sus gobiernos aliados.

¿Pero cómo se “convenció” al gobierno irlandés de que aceptase el rescate pese a la fuerte oposición de la población? ¿Por qué el gobierno pidió el rescate pese a que afirmaba contar con fondos suficientes hasta bien entrado el año 2011? Para presionarlo se emplearon dos instrumentos.

El primero fue la financiación que los bancos irlandeses reciben del Banco Central Europeo. La banca irlandesa llevaba dependiendo de estos préstamos desde la crisis financiera. Sin ellos, los bancos habrían quebrado y las pérdidas para el gobierno irlandés, que avalaba los préstamos a estas entidades, habrían sido enormes. De hecho, durante el tiempo en que el gobierno irlandés siguió resistiéndose al rescate Trichet declaró que el BCE no estaba dispuesto a seguir concediendo préstamos de emergencia a los bancos irlandeses indefinidamente. El segundo instrumento fue la amenaza de que Alemania retiraría su aval. En el momento en que Alemania dejase de avalar los excesos de deuda de los gobiernos de la Eurozona, el aumento de los tipos de interés los abocaría inevitablemente a la suspensión de pagos. Así fue cómo Alemania obligó a los países periféricos a acometer reformas o aceptar rescates.

El rescate de Irlanda no logró detener la reacción en cadena, y los réditos de la

deuda portuguesa y española siguieron creciendo. Cada vez que se rescata a alguien, otro tiene que pagar. Los gobiernos de la Eurozona se ven obligados a endeudarse a tipos de interés más altos por culpa de la carga extra que representan los préstamos a Irlanda. De ahí que los rendimientos de la deuda alemana aumentasen tras el rescate.

El rescate de Irlanda reforzó el impulso hacia la centralización del poder en la Unión Europea. Los políticos europeos ya determinan indirectamente el presupuesto irlandés; por ejemplo, cada vez que instan al gobierno a que suba impuestos, entre ellos el IVA; también, al presionarlo sin cesar para que aumente el impuesto de sociedades y termine lo que muchos políticos europeos consideran “*dumping* fiscal”. En esto último, al menos, el gobierno irlandés no ha cedido.

Axel Weber

Los dos acontecimientos más importantes del invierno y la primavera del 2011 fueron la idea de Merkel de proponer un Pacto por la Competitividad a cambio de la ampliación del rescate, y la dimisión de Axel Weber como candidato a la presidencia del Banco Central Europeo. En febrero, Weber anunció su intención de cesar como presidente del Bundesbank el 30 de abril, por lo cual quedó descartado como próximo presidente del BCE. Muchos contaban esperanzados con la designación del presidente conservador del Bundesbank. Entonces, ¿por qué se retiró? Weber había criticado en varias ocasiones las políticas del BCE. Además de denunciar la expansión monetaria cuantitativa llevada a cabo por la institución mediante la compra de bonos garantizados, Weber había protestado repetidamente contra la compra de deuda pública destinada a mantener a los gobiernos insolventes. Pese a exigir repetidamente una política monetaria más restrictiva, las propuestas de Weber nunca obtuvieron el respaldo de la mayoría. Su candidatura tampoco fue apoyada con rotundidad por Merkel, que buscaba obtener concesiones de Sarkozy, quien era contrario a Weber.

La explicación más probable de la salida de Weber es que temía la expansión monetaria y no deseaba ser el responsable de los rescates ni de la alta inflación. El propio Weber señaló que uno de los motivos de su marcha fue la “falta de apoyo” a su postura antiinflacionista. También cabe pensar que se le obligó a dimitir. El Consejo elige por mayoría cualificada al presidente del BCE. Italia y España pueden vetar con sus votos a cualquier candidato. Por ello es posible que se convenciera a Weber de que dimitiese “voluntariamente” para evitar un escándalo^[161].

El Bundesbank ya no determina la política monetaria europea. A sus seguidores se los derrota por votación. Por eso el ex ministro de finanzas alemán, Peer Steinbrück, declaró al ser propuesto para el puesto que no quería ser presidente del BCE. Su explicación fue de lo más elocuente: como su visión de la política monetaria era similar a la de Weber, siempre hubiera quedado en minoría.

El Pacto de Competitividad y la ampliación del fondo de rescate

El Pacto de Competitividad (luego denominado Pacto por el Euro Plus) puede considerarse el símbolo del fracaso épico de Merkel en las negociaciones. Lo acontecido en el mes de mayo de 2010 desembocó en la constitución de un fondo de 750.000 millones de euros avalado por Alemania y otros países solventes. Su vigencia, no obstante, quedó limitada a tres años, lo cual significaba que en 2013 Alemania ya no tendría que rescatar al gobierno de ningún país periférico.

Merkel utilizó este aspecto —su as en la manga— para exigir que se introdujeran sanciones automáticas en la reforma del PEC, a saber, la pérdida del derecho de voto de los países que infringieran el pacto y que los inversores privados compartieran las pérdidas en los casos de reestructuración de la deuda de un estado. Tanto Merkel como su gobierno se oponían a la ampliación del fondo de rescate y a la creación del Eurobono propuesta por Juncker y respaldada por políticos italianos, portugueses y griegos. Todavía en unas declaraciones pronunciadas el 27 de octubre de 2010, Merkel se expresaba de esta manera: “[El fondo] Termina en 2013. Esto es lo que queríamos y lo que se ha aprobado. Ni puede haber ni habrá una ampliación del fondo porque no está concebido para ser utilizado como instrumento a largo plazo. Lo contrario mandaría a los mercados y a los gobiernos señales equívocas y generaría expectativas peligrosas; principalmente, que en caso de crisis Alemania y otros Estados miembros —y, por tanto, los contribuyentes de estos países— se encargarán de asumir el riesgo de los inversores”^[162].

Curiosamente, y pese a lo declarado por Merkel, el 16 de diciembre el Consejo Europeo aprobó la constitución de un fondo de rescate permanente. Para Alemania, que había insistido en limitar la duración del fondo a tres años, supuso una gran derrota.

A cambio de la ampliación del fondo de rescate, Merkel solicitó el Pacto de Competitividad, cuya propuesta inicial incluía medidas de armonización en materia fiscal (el establecimiento de una banda de tipos impositivos) y salarial (la eliminación de la indización de los salarios con la inflación), la equiparación de la edad de jubilación (a los 70 años), límites de endeudamiento y de déficit, un techo de déficit (parecido al alemán), mayor control presupuestario desde Bruselas, y sanciones para los países que infrinjan las reglas. Si bien algunas de las propuestas —como la reducción de las pensiones públicas, la desvinculación de los salarios a la inflación y el control del déficit— van en la buena dirección, el plan propicia una centralización peligrosa. El plan de Merkel contó con el apoyo de Sarkozy, que lo interpretó como un avance hacia la creación del gobierno económico que Francia siempre había pretendido. Además, dentro del Eurogrupo, al contrario que en la UE-27, Francia y sus aliados tenían más peso que Alemania. Trichet creía en la posibilidad de unos “Estados Unidos de Europa”, a la que él mismo se refería como “nuestro proyecto histórico”.

Lo sucedido fue una catástrofe para los alemanes, que pasaban a ser los avalistas permanentes del fondo de rescate. Además, el gobierno francés lograba su ansiado gobierno económico. Aunque al principio llegue a sentirse en él la influencia alemana, a largo plazo esta disminuirá, al igual que ha ocurrido en el BCE, donde el voto alemán es minoritario. Por si fuera poco, Merkel renunció a la participación automática de los inversores privados en los rescates.

Es posible encontrar aspectos positivos en el hecho de que Bruselas o Alemania, indirectamente, determinen las políticas fiscales. En el corto plazo, que ordenen a España, Grecia o Irlanda reducir sus déficits o privatizar sus sistemas públicos de pensiones puede propiciar la reducción del tamaño de estos gobiernos, para alivio de sus ciudadanos. No obstante, semejante centralización del poder puede resultar desastrosa en el largo plazo para la libertad en la Unión Europea. Uno de los factores que a menudo frustra los intentos de los gobiernos de aumentar su poder mediante subidas de impuestos es la competencia de otros gobiernos. Si los impuestos llegan a ser demasiado altos en un país, los agentes económicos se trasladarán a otro donde sean más bajos (como ocurre en Irlanda, gracias a su bajo impuesto de sociedades). Centralizar la política económica de la Unión Europea supondría eliminar este freno al poder del gobierno. Los políticos europeos buscan armonizar las políticas fiscales y ya llegan a hablar de tipos impositivos de referencia. La armonización de la política fiscal dará lugar a un incremento progresivo del poder de Bruselas y, después, de los tipos impositivos en toda la Eurozona. En el corto plazo, los rescates, el fondo de rescate permanente y el gobierno económico quizá consigan salvar el euro, pero a expensas de construir un poderoso estado central europeo como contrapartida de la transferencia de la formulación de políticas a Bruselas a cambio de rescates. La agitación provocada por el euro habrá servido, por tanto, para desarrollar en Europa un estado centralizado.

El 11 de marzo de 2011 se dio un paso más en la creación de una unión de transferencias. Se amplió el fondo de rescate y se permitió su uso para la compra de bonos en el mercado primario. Así, un país como Portugal podría emitir bonos que serían adquiridos inmediatamente por el fondo. Este, a su vez, emitiría bonos para financiar dichas compras, lo cual equivale a introducir el Eurobono “por la puerta de atrás”. De este modo, los contribuyentes de los países solventes compran las deudas de los gobiernos en apuros. Alemania avalaría por un importe de 200.000 millones de euros en lugar de los 123.000 millones anteriores. La FESF estaba dotada con 440.000 millones de euros, de los cuales solo 250.000 millones alcanzaban la calificación de AAA. El nuevo Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE), que comenzará a funcionar en 2013, tendrá una capacidad de 500.000 millones de euros y podrá comprar bonos directamente a los gobiernos por su valor nominal. El MEDE se dotará con 80.000 millones de euros en efectivo, 22.000 de los cuales serán aportados por Alemania. El pago en efectivo supone un coste anual para Alemania en concepto de intereses de entre 600 y 900 millones de euros. Para garantizar la emisión de

deuda de calidad AAA por valor de 500.000 millones de euros, el capital del MEDE debe alcanzar los 700.000 millones de euros. Alemania costeará el 27,1% del total. Hans Werner Sinn ha calculado que los rescates y el fondo suponen una carga total para Alemania de 366.000 millones de euros^[163].

Si algún gobierno se declara insolvente (circunstancia que se ha distinguido arbitrariamente de la iliquidez) los inversores privados participarán en el recorte e incurrirán en pérdidas. Lo más probable es que los gobiernos afectados siempre sean calificados simplemente como ilíquidos y los inversores privados nunca sufran pérdidas.

¿Qué obtuvo Merkel a cambio? El Pacto de Competitividad seguía siendo algo bastante vago donde no se hacía referencia a ninguna sanción para los gobiernos que lo incumpliesen. Por lo menos, Merkel mantuvo el poder de veto sobre los préstamos futuros a países en apuros, puesto que los rescates deben ser aprobados por unanimidad. La canciller intentó vender esto como una gran victoria.

La cumbre también logró reestructurar la deuda de Grecia de manera encubierta. Se acordó rebajar los tipos de interés al país heleno desde el 5,2% al 4,2%, y se amplió el plazo de devolución, que pasó de tres años a siete y medio. Todo ello supone una reestructuración parcial y grandes pérdidas de intereses para los contribuyentes de las naciones solventes. Curiosamente, el tipo de interés del 5,8% para los préstamos a Irlanda no se redujo, dado que la primera ministra irlandesa, Enda Kenny, no aceptó aumentar el impuesto de sociedades a cambio.

En la siguiente cumbre, los días 24 y 25 de marzo, fueron aprobados definitivamente los cambios propuestos el 11 de marzo. Pese a que el 23 de marzo el primer ministro de Portugal, José Sócrates, dimitió después de que el parlamento de su país rechazase su último plan de austeridad, Portugal siguió negándose a solicitar la ayuda del fondo de rescate.

Portugal

El colapso de las finanzas portuguesas era solamente cuestión de tiempo.

A principios de enero de 2011, en un periodo de creciente presión, Portugal logró culminar una importante subasta de bonos en el mercado pagando menos del 7% por sus bonos a 10 años cuando el parlamento hubiera calificado de inasumible un tipo de interés superior. El BCE facilitó el resultado de la subasta comprando bonos portugueses durante los días previos. De esta manera el BCE rescataba a Portugal. Barclays Capital calculó que el BCE había comprado a lo largo de 2010 bonos portugueses por valor de 19.500 millones de euros del total de 21.700 millones emitidos por el país. Desde febrero de 2011 el rédito del bono luso se mantuvo por encima del 7%, llegando incluso al 8,5% en abril. La deuda pública del país representaba el 92% del PIB en 2010. El déficit público para ese mismo año se situó en el 8,6%, por debajo del 10% alcanzado en 2009. Las medidas de austeridad a las

que los ciudadanos se opusieron con tanto ímpetu en las calles solo fueron capaces de recortar el déficit un 1,4%.

El caso de Portugal es parecido al de Grecia. Su economía no es competitiva y está lastrada por un sector público gigantesco y un mercado de trabajo rígido. La estructura de la economía no está en sintonía con los deseos de los consumidores y se mantiene artificialmente con gasto público.

Durante el primer decenio del siglo XXI aumentó el endeudamiento del sector público y del privado. Los tipos de interés se mantenían artificialmente bajos gracias a la expansión crediticia iniciada por el Eurosistema y el aval implícito de Alemania a la deuda portuguesa. El país luso, que vivía por encima de sus posibilidades, aumentó su sector público hasta un 50% de su PIB en 2009, en un periodo de gran presión fiscal. Su déficit comercial alcanzó el 10% del PIB.

Portugal logró mantener un alto nivel de vida ficticio a costa de acumular deudas a tipos de interés artificialmente bajos. Los préstamos a tipos de interés bajos retrasaron el necesario ajuste de una economía tan descompuesta. Entre 2002 y 2007 el PIB portugués creció solamente el 6%, el de España el 22% (por la burbuja inmobiliaria), el de Irlanda el 37% (por la burbuja del sistema bancario), y el de Grecia el 27% (por la burbuja del sector público). El desempleo en Portugal se duplicó, pasando del 4% al 8%, mientras que en España, Irlanda o Grecia no creció o disminuyó. Los ingresos fiscales aumentaron en Portugal un 35%, frente a un 50% en Grecia y un 70% en España e Irlanda^[164].

Mientras que países como Alemania emprendieron reformas fiscales, redujeron el gasto público en prestaciones sociales y rebajaron los salarios reales, Portugal empleó el crédito barato para retrasar la reforma de su modelo productivo. Otros países periféricos lo utilizaron para alimentar burbujas.

Con unos tipos de interés y una deuda crecientes, y sin reformas reales, el país está abocado a la suspensión de pagos tarde o temprano si no se lo rescata antes. La economía portuguesa debe 80.000 millones de euros a la banca española. Si el gobierno luso suspende pagos, muchas empresas dependientes de su gigantesco sector público harán lo mismo y se declararán incapaces de pagar lo que adeudan a los bancos españoles. Ello, a su vez, provocará una crisis en el sistema bancario español y que aumente el rédito de la deuda pública española.

El pronóstico, por tanto, no es bueno. La Unión Europea se ha convertido en una unión de transferencias. Los tipos de interés que la mayoría de los gobiernos tienen que pagar por sus deudas siguen siendo altos. Los niveles de deuda soberana no dejan de subir. El futuro nos dirá si la situación era o no sostenible.

CAPÍTULO XI

EL FUTURO DEL EURO

¿Hemos llegado ya al punto en que no hay vuelta atrás? ¿Se puede contener la crisis de deuda soberana? ¿Se puede estabilizar el sistema financiero? ¿Se puede salvar el euro? Para responder a estas preguntas debemos examinar la crisis de deuda soberana, que es en gran parte consecuencia de la intervención de los gobiernos en respuesta a la crisis financiera.

Como explica la teoría austriaca del ciclo económico, la expansión crediticia generada por el sistema de banca con reserva fraccionaria provocó un periodo de auge económico insostenible. Gracias a los tipos de interés artificialmente bajos se emprendieron nuevos proyectos de inversión que no estaban respaldados por un aumento del ahorro real. Simplemente, las inversiones fueron pagadas con crédito de nueva creación. Muchos de estos proyectos resultaron ser malas inversiones que tuvieron que ser liquidadas antes o después. En el ciclo económico que nos ha tocado vivir, las iniciativas empresariales fallidas se concentraron en el sector de la automoción, en el de la vivienda y en el financiero.

La liquidación de malas inversiones resulta beneficiosa porque purga los proyectos ineficientes y adecua la estructura de producción a las preferencias de los consumidores. Los factores de producción asignados ineficientemente a inversiones erróneas se liberan y trasladan a otros proyectos que son prioritarios para los consumidores.

La fase de auge insostenible provocada por la expansión crediticia hace que aumente el endeudamiento de la sociedad. Los tipos de interés artificialmente bajos propician un nivel de endeudamiento que sería imposible en un patrón de dinero mercancía con reserva del cien por cien. Las deudas exceden el nivel real de los recursos porque los tipos de interés que se pagan por ellas son bajos y porque es posible crear nueva deuda de la nada para financiar la existente. El sistema de banca con reserva fraccionaria fomenta que tanto los particulares como los gobiernos se endeuden en exceso.

Si bien el mundo entero ha vivido una etapa de auge económico y de endeudamiento excesivo, lo ocurrido en Europa presenta elementos particulares. La introducción del euro hizo que los tipos de interés descendiesen en los países que tenían alta inflación sin que se diese un aumento previo del ahorro. El resultado fue el periodo de auge vivido en Irlanda y en los países mediterráneos.

El respaldo implícito por parte del gobierno alemán a los miembros de la unión monetaria redujo artificialmente los tipos de interés (más exactamente, la prima de riesgo) tanto para los deudores privados como para los públicos. Los países que tradicionalmente tenían mayor inflación vieron cómo se reducía el peso de su deuda

y, a la vez, cómo aumentaba el consumo privado y el gasto público. Los tipos de cambio relativamente altos fijados para siempre en el euro también beneficiaron a los países con mayor inflación. Ello estimuló la compra de bienes de consumo duraderos, como automóviles o viviendas, y provocó burbujas inmobiliarias, la más espectacular de todas en España. La competitividad de los países del sur de Europa disminuyó al ritmo al que fueron creciendo los salarios. El consumo excesivo y la pérdida de competitividad se mantuvieron durante varios años gracias al creciente endeudamiento de los sectores público y privado y al aflujo continuo de dinero de nueva creación procedente del sistema bancario.

El auge económico en Europa afectó a todos los países de forma distinta. Las malas inversiones y el consumo excesivo aquejaron más a los países con mayor inflación y menos a los del norte de Europa, como Alemania, donde la tasa de ahorro se había mantenido alta.

La estrategia se fue a pique cuando la etapa de auge económico mundial llegó inevitablemente a su final. La liquidación de las malas inversiones (por la caída del precio de la vivienda y la morosidad) puso en dificultades a la banca. Los impagos y las pérdidas en inversiones perjudicaron la solvencia de los bancos, incluidos los europeos. Los problemas de solvencia desencadenaron una crisis de liquidez que hizo que los bancos que habían incurrido en descalce de plazos tuvieran problemas para refinanciar sus deudas a corto.

En aquel momento existían alternativas que habrían resuelto el problema de insolvencia y recapitalizado el sistema bancario^[165]. Los inversores privados podrían haber inyectado capital en los bancos que hubieran parecido más viables en el largo plazo. Asimismo, los acreedores podrían haberse convertido en accionistas, lo cual hubiera reducido el pasivo de los bancos y aumentado su capital. Las instituciones financieras inviables porque no hubieran logrado captar capital privado o transformar acreedores en accionistas en un grado suficiente habrían sido liquidadas.

Sin embargo, se descartaron las soluciones de libre mercado a los problemas de insolvencia de la banca y se optó por otra vía. Los gobiernos de todo el mundo garantizaron los pasivos del sistema bancario e inyectaron capital en él. Como los impuestos son impopulares, estas inyecciones de capital fueron financiadas con deuda pública, que no lo es tanto. Dicho de otro modo: las malas inversiones inducidas por un sistema bancario inflacionista encontraron en los gobiernos unos avalistas de última instancia dispuestos a inflar los déficits públicos.

Hay otros motivos por los que la deuda pública aumentó tan excesivamente. Los gobiernos tomaron otras medidas para impedir que sus economías se purgasen, retrasando así la recuperación. Además del sector financiero, otras industrias hipertrofiadas recibieron aportes directos de capital, subsidios del gobierno o paquetes de gasto.

Dos ejemplos de industrias subsidiadas son el sector del automóvil en muchos países europeos y el de la construcción en España. Se dificultó la movilidad de los

factores de producción mediante obras públicas que absorbieron los recursos escasos que se necesitaban más urgentemente en otras industrias. El aumento de los subsidios para los desempleados hizo que creciera el déficit y que disminuyeran los incentivos para buscar trabajo fuera de los sectores beneficiados. La reducción en la recaudación fiscal provocada por la caída del empleo y de los beneficios empresariales también agravó los déficits.

Las intervenciones de los gobiernos no solo retrasaron la recuperación, sino que lo hicieron a costa de generar gigantescos déficits públicos, a los cuales había que sumar los altos niveles de deuda pública que ya existían. La deuda pública es la herramienta de los estados del bienestar insostenibles. Dado que las obligaciones sin financiación prevista generadas por los sistemas públicos de pensiones constituyen un obstáculo insuperable para los estados modernos, en cierto sentido puede decirse que esta crisis, con el espectacular aumento de la deuda pública que ha provocado, es una huida hacia delante que nos acerca al colapso inevitable del Estado del Bienestar.

Como hemos visto, el problema de la deuda en Europa tiene otra faceta particular. Cuando se creó el euro, los Estados miembros sencillamente asumieron que ninguna nación que entrase en él terminaría saliendo. Si las cosas se torcían, el resto de la UME rescataría a la nación en apuros. Esta garantía implícita de rescate introdujo desde el principio un gravísimo problema de deuda soberana.

El apoyo tácito de las naciones fiscalmente más fuertes redujo artificialmente los tipos de interés para las más irresponsables, lo que propició niveles de endeudamiento injustificados dada la situación real de algunos países. El acceso al crédito barato permitió que países como Grecia mantuvieran un sector público gigantesco mientras volvían la espalda al problema estructural que representaban sus salarios poco competitivos. Cualquier déficit podía financiarse con la creación de dinero nuevo por parte del BCE y la externalización de los costes a los miembros de la UME.

Para el político, los incentivos que presenta un sistema como este son inimaginables: “Si durante mi campaña hago promesas a los votantes que me puedan llevar a ganar las elecciones, luego puedo externalizar su coste sobre el resto de la UME mediante inflación y los que pagarán la deuda serán los hijos o los nietos de los contribuyentes. Y si, en el peor de los casos, llega a ser necesario que rescaten al país, eso será en el futuro, y las elecciones ya se habrán ganado. Además, cuando llegue la crisis, conseguiré convencer a los votantes de que no es culpa mía. Puedo decir que es una especie de desastre natural; o, mejor aún: que es responsabilidad de los malvados especuladores. Quizá en el futuro la UME o el FMI impongan medidas de austeridad, pero para entonces ya habrán pasado las elecciones”. Claramente, la típica miopía de los políticos democráticos combina muy bien con la posibilidad de externalizar los costes del déficit sobre otras naciones y provocar una inflación de deuda descomunal.

En circunstancias como estas, los estados europeos ya se dirigían hacia la bancarrota por culpa de unos estados del bienestar insostenibles cuando les golpeó la crisis financiera y explotaron los déficits. Los mercados dejaron de confiar en las

promesas de los gobiernos; lo ocurrido con Grecia es un ejemplo de ello. Como los políticos buscan salvar el experimento del euro a toda costa, la garantía de rescate se ha hecho explícita. Entre 2010 y 2012 Grecia va a recibir préstamos de la UME y del FMI por un total aproximado de 110.000 millones de euros. Además, a pesar de que la calificación de los bonos griegos es la del bono basura, el BCE sigue aceptándolos y hasta ha empezado a comprarlos directamente^[166].

La situación de Grecia amenaza con extenderse a otros países con niveles de déficit o de deuda extremadamente altos, como Portugal, España e Italia, algunos de los cuales padecen también alto desempleo y un mercado de trabajo rígido. El contagio de estos países podría provocar su insolvencia y el final del euro. La UME ha reaccionado ante tal eventualidad “tirando la casa por la ventana” al ofrecer, conjuntamente con el FMI, un nuevo paquete de ayuda para estados en apuros dotado con 750.000 millones de euros. En noviembre de 2010 se obligó a Irlanda a solicitar acceso a estos fondos.

¿Pueden los gobiernos contener la crisis?

El gobierno griego ha intentado resolver su problema de deuda de varias maneras. Ha anunciado la congelación de los salarios de los empleados públicos, la reducción del número de funcionarios y el aumento de los impuestos sobre los combustibles, el tabaco, el alcohol y las grandes propiedades inmobiliarias. ¿Pero son suficientes estas medidas? Básicamente, los países de la UME que se encuentran en apuros por su endeudamiento excesivo tienen cinco opciones para resolver sus problemas de deuda.

Los países excesivamente endeudados pueden reducir el gasto público. El gobierno griego lleva tiempo intentándolo, pero sigue incurriendo en déficits. Quizá recortar el gasto público no baste. Además, los gobiernos saben que esta clase de medidas no les favorece. Grecia es conocida por las revueltas con las que sus habitantes protestan contra cualquier reforma política, aunque sea menor. Como la mayoría de la población parece estar en contra de los recortes, el gobierno quizá demuestre ser incapaz de reducir el gasto por un importe suficiente y de forma duradera.

Los países pueden aumentar su competitividad para elevar sus ingresos fiscales. El gobierno griego, sin embargo, no ha tenido valor para tomar este camino. La reducción de su gigantesco sector público ha sido escasa y los salarios siguen siendo poco competitivos a causa de la fuerte oposición de unos sindicatos todavía privilegiados. Esta falta de competitividad lastra permanentemente las finanzas públicas del país. El alto nivel de vida se mantiene artificialmente con déficits generados desde el gobierno. Muchos trabajadores, poco competitivos por sus altos salarios, encuentran empleo en el sector público, se acogen a la jubilación anticipada o reciben subsidios por desempleo.

La alternativa consistiría en dejar de subsidiar el desempleo, ya sea disimuladamente, en forma de jubilación anticipada o de empleos públicos improductivos, o abiertamente, mediante prestaciones por desempleo. Esto haría que disminuyeran los salarios en el sector privado de la economía. La supresión de los privilegios de los sindicatos empujaría los precios a la baja todavía más. De este modo aumentaría la competitividad de las empresas griegas y se reducirían los déficits públicos. Otros países latinos se enfrentan a situaciones parecidas.

Los estados pueden intentar aumentar sus ingresos subiendo los impuestos. Grecia lo ha hecho, pero la medida ha causado nuevos problemas, entre ellos la transferencia de riqueza desde el sector privado productivo al sector público improductivo. Los incentivos para ser productivo, ahorrar e invertir disminuyen aún más, y ello dificulta el crecimiento.

Liberalizar para inducir crecimiento. Éste parece ser el cambio más fácil de conseguir, en términos políticos. Su mayor inconveniente es que requiere un tiempo que algunos países ya no tienen.

Un crecimiento suficiente logra que aumenten los ingresos fiscales y reduce los déficits automáticamente. Introducir medidas liberalizadoras en una economía en apuros estimula el crecimiento y la innovación. Al suprimir las regulaciones y los privilegios, y al privatizar empresas y propiedades públicas, se abren nuevas áreas a la competencia empresarial y se insufla aire nuevo en el sector privado.

Los paquetes de medidas aprobados por el gobierno griego consisten en esta clase de medidas liberalizadoras. Grecia ha privatizado empresas públicas y eliminado privilegios; por ejemplo, las licencias obligatorias para los camioneros (que, sorprendentemente, hicieron huelga y paralizaron el país durante varios días). Pero, al mismo tiempo, Grecia ha tomado medidas que restringen aún más la actividad del sector privado; por ejemplo, subir los impuestos, sobre todo el IVA. Las medidas parecen ser insuficientes para estimular el impulso económico necesario y reducir el endeudamiento del sector público.

Ayuda exterior. ¿Acaso un rescate puede conseguir lo que una tímida liberalización no logra? ¿Pueden los 110.000 millones de euros del rescate griego, sumados a los 750.000 que se han comprometido, poner fin a la crisis de deuda soberana, o hemos llegado al punto en que no hay vuelta atrás? Hay varias razones por las que inyectar dinero sano puede no servir para atajar la expansión de la crisis de deuda soberana provocada por el dinero “malo”.

1. Los 110.000 millones de euros concedidos a Grecia pueden no ser suficientes. ¿Qué ocurrirá si Grecia no logra reducir sus déficits suficientemente cuando venza el plazo para ello? Nada indica que el gobierno griego vaya a recuperar la autonomía financiera. De hecho, y por extraño que parezca, está haciendo demasiado y demasiado poco, al mismo tiempo, para conseguirlo. Demasiado, en tanto que las subidas de impuestos están perjudicando al sector privado. Demasiado poco, en la medida en que las medidas liberalizadoras y de reducción del gasto no han sido

suficientes. Además, las huelgas están perjudicando a la economía y las revueltas boicotean las medidas de austeridad. La situación en Irlanda no es mucho mejor. Los 85.000 millones de euros que se le han concedido pueden no bastar para resolver sus problemas de endeudamiento.

2. Al gastar más dinero en Grecia e Irlanda queda menos para rescatar a otros países. Existe el riesgo de que para ciertos países (España, por ejemplo) no quede dinero suficiente si el rescate llega a ser necesario. De ahí que hayan subido los tipos de interés de sus bonos, considerados ahora una inversión más arriesgada. Si bien es verdad que el fondo complementario de 750.000 millones de euros se constituyó en respuesta a este riesgo, se ha logrado contener la amenaza inminente de contagio a costa probablemente de que los países más fuertes de la UME tengan que hacer frente a deudas mayores (lo cual, en última instancia, agravará aún más el problema de deuda soberana).

3. Tarde o temprano, alguien tendrá que pagar los préstamos de la UME a Grecia al 4% (antes al 5%). (De hecho, los Estados Unidos ya están pagando indirectamente parte de la suma mediante su participación en el FMI.)^[167] A medida que aumenten las deudas de los demás miembros de la UME, los tipos de interés que tendrán que pagar serán más altos. Cuando se anunció el rescate, Portugal ya estaba pagando más por su deuda, y hubiera perdido dinero prestando a Grecia a un interés del 5%.^[168] A medida que aumenten tanto la deuda total como los tipos de interés, puede llegar un momento en que el gobierno de Portugal sea incapaz de seguir financiándose. Si el resto de la UME rescata al país luso, las deudas y los tipos de interés subirán todavía más para otros países, lo cual podría hundir al siguiente país, que también necesitaría ser rescatado, y así, sucesivamente, irían cayendo uno tras otro como piezas de dominó.

4. El rescate de Grecia e Irlanda (y la promesa de apoyo a otros Estados miembros en apuros) ha reducido los incentivos para controlar los déficits. El resto de países de la UME puede pensar que, como Grecia, también tienen derecho a la ayuda de la UME. Por ejemplo, como los tipos de interés puede que se estabilicen tras el rescate, el gobierno de España puede sentirse menos presionado a reducir su déficit y flexibilizar su mercado laboral, medidas necesarias pero nada apreciadas por sus votantes.

Tras Portugal, el gobierno español es el siguiente en la lista. Los problemas de España son muchos, y en algunos aspectos parecidos a los de otros países periféricos. El principal es su alto nivel de endeudamiento público y privado. Los tipos de interés artificialmente bajos provocados por el BCE fomentaron una burbuja inmobiliaria. Los precios de las viviendas se dispararon y los españoles se endeudaron y vivieron por encima de sus posibilidades. A medida que los precios de las viviendas bajan y que los españoles pierden su empleo, muchos no pueden pagar sus deudas. Los impagos de muchos constructores y hogares son un problema para el sistema bancario.

El importe de la deuda pública casi se duplicó, pasando del 36,1% en 2007 a cerca del 70,2% en 2011. El endeudamiento privado se sitúa por encima del 200% del PIB. Partiendo de un superávit —inducido por la burbuja inmobiliaria— que alcanzó en 2007 el 1,7%, el déficit público se disparó, llegando al 11,2% en 2009 y al 9,3% en 2010. La tasa de desempleo ronda el 20%. Y por si fuera poco, los políticos no parecen dispuestos a acometer reformas estructurales.

La morosidad es un problema grave para los bancos españoles, que, además, tienen una exposición muy alta al riesgo de la deuda de Portugal. La subida de tipos de interés anunciada por el BCE para contener la inflación complicará las finanzas públicas y puede aumentar aún más el número de impagos en el sector privado, además agravar los problemas de la banca.

Detrás de España están Italia y Bélgica, que son países demasiado grandes para ser rescatados con cargo al fondo actual. En 2010 el nivel de la deuda pública de Italia subió al 119% del PIB, con un déficit del 4,6%. Bélgica, que sigue sin gobierno, tiene una deuda pública cercana al 100% del PIB. La gota que puede colmar el vaso de la UME es Francia, que tiene un déficit del 7% y cuyo porcentaje de deuda en relación con el PIB ha llegado al 81,7%. Pequeñas reformas estructurales como la ampliación de la edad de jubilación desde los 60 a los 62 años desencadenaron protestas y huelgas masivas en octubre de 2010, lo cual lleva a dudar que Francia vaya a conseguir reducir su déficit sustancialmente.

Si bien es cierto que los déficits se han recortado algo, los niveles de deuda pública siguen subiendo en toda Europa, en algunos países rápidamente y de forma insostenible. Cada día que la deuda sigue subiendo y que las reformas estructurales no se acometen, es más probable que hayamos rebasado el punto en que no hay vuelta atrás.

CONCLUSIÓN

El diseño institucional de la UME ha sido un desastre en términos económicos. El euro es un proyecto político. Los intereses políticos han sostenido a la moneda europea a lo largo de su doloroso camino y no han dejado de enfrentarse a consecuencia de ello. Los argumentos económicos propalados para ocultar el auténtico propósito del euro no han logrado convencer a los ciudadanos de sus ventajas.

La moneda única ha servido de herramienta para que avance la centralización europea y quede más cerca el objetivo del gobierno francés de establecer un Imperio Europeo bajo su control capaz de contrarrestar la influencia del estado alemán. La política monetaria ha sido el instrumento de la unión política. Los partidarios de la Europa socialista encontraron en el euro su baza contra la defensa de la visión liberal de Europa, cuyo poder e influencia no había dejado de crecer desde la caída del Muro de Berlín. La moneda común fue entendida como un paso hacia la integración y la centralización políticas. La lógica de las intervenciones impulsó el Eurosistema hacia una unión política bajo un estado central situado en Bruselas. Con la desaparición de los estados nacionales, el mercado europeo se convertirá en una nueva Unión Soviética.

¿Podrá este estado central salvar a las elites políticas europeas? La fusión monetaria con los gobiernos financieramente más fuertes les permitió mantener su poder y la confianza de los mercados. Estos gobiernos, contrarios a los cambios bruscos y a las recesiones, ayudaron a regañadientes. La alternativa era desalentadora.

A los países mediterráneos, y al gobierno francés en particular, les interesaba el euro por otra razón. Históricamente, la política monetaria del Bundesbank había sido más estricta que la del resto de bancos centrales; se había convertido en un incómodo baremo y había dictado indirectamente la política monetaria de toda Europa. El banco central que no siguiese la política restrictiva del Bundesbank no tenía más remedio que terminar devaluando su moneda para resolver el problema. Algunos políticos franceses consideraban que la influencia del Bundesbank representaba un poder injustificado e inaceptable en manos de una Alemania derrotada militarmente.

Los políticos franceses querían crear un banco central común que pusiese coto a la influencia de Alemania y que les ayudase a alcanzar sus objetivos políticos. La compra de bonos griegos por parte de la banca francesa y por un BCE dirigido por Trichet es el resultado, y la señal, de que la estrategia ha conducido a la victoria.

El gobierno alemán transigió por varias razones. Para muchos la moneda única era el precio de la reunificación. La clase dirigente alemana se benefició de la estabilización del sistema financiero y soberano. La armonización tecnológica y social propiciada por la integración europea favoreció a las empresas alemanas, más avanzadas, y a sus trabajadores, muy protegidos por su sociedad. Los exportadores

alemanes se beneficiaron de una moneda que era más débil que el marco alemán.

Pero los consumidores alemanes perdieron. Antes de la introducción del euro, los aumentos de la productividad y el hecho de tener un marco menos inflacionario habían provocado que la moneda alemana se apreciase con respecto a las demás desde el final de la segunda guerra mundial. Las importaciones y las vacaciones se volvieron más baratas, lo cual elevó el nivel de vida de la mayoría de los alemanes.

En ocasiones se ha dicho que es imposible que una moneda única funcione en países que tienen instituciones y culturas diferentes. Es cierto que las estructuras fiscales e industriales de los países de la UME difieren mucho. Históricamente, sus tasas de inflación han sido distintas. Su productividad, su competitividad, su nivel de vida y el dinamismo de sus mercados no son iguales. Pero estos hechos no tienen por qué dificultar el funcionamiento de una moneda común. De hecho, en países como Alemania conviven estructuras muy distintas. La Baviera rural es muy distinta a la zona costera de Bremen. Incluso dentro de una misma ciudad o de un mismo hogar, las personas usan la misma moneda de modos muy diferentes.

Dentro del patrón oro, por ejemplo, por todo el mundo se funcionaba con una sola moneda que permitía el comercio internacional de bienes entre los países ricos y los pobres. El patrón oro no terminó porque los países participantes tuvieran estructuras distintas. Lo destruyeron gobiernos que quisieron desprenderse de las cadenas doradas que los sujetaban para gastar a su antojo.

El euro no es un fracaso porque los países que participan en él tengan estructuras diferentes, sino porque propicia la redistribución a favor de los países cuyos sistemas bancarios expanden la oferta monetaria más deprisa que los demás. Los gobiernos pueden crear dinero directamente gastando con cargo a déficit y emitiendo deuda pública. Esta deuda la compran los bancos y después la acepta el BCE como garantía de los nuevos préstamos. Los gobiernos transforman la deuda pública en dinero nuevo. Los países que tienen mayores déficits pueden mantener sus déficits comerciales y seguir comprando bienes y servicios a los estados exportadores que tienen presupuestos más equilibrados.

El proceso se parece a la tragedia de los bienes comunales. Un país se beneficia del proceso de redistribución si expande la masa monetaria más rápido que los demás, es decir, si incurre en déficits mayores que los del resto. Los incentivos provocan una carrera por ver quién llega antes a la máquina de imprimir dinero. El PEC ha demostrado ser totalmente incapaz de evitarlo. El Eurosistema tiende a su autodestrucción.

Los déficits públicos provocan una continua pérdida de competitividad en los países deficitarios. Naciones como Grecia son capaces de permitirse un Estado del Bienestar, un funcionariado y un nivel de vida muy superiores a los que les habrían correspondido sin déficits tan altos. Los países deficitarios pueden importar más bienes que los que exportan y pagar la diferencia con deuda pública de nueva emisión.

Antes de la introducción del euro, estos países devaluaban sus monedas de vez en cuando para recuperar competitividad. Ahora ya no les hace falta, puesto que sus problemas se resuelven con gasto público. El consumo excesivo inducido por los bajos tipos de interés y los aumentos nominales de los salarios obtenidos por los sindicatos aumentan su desventaja competitiva.

El sistema entró en apuros cuando la crisis financiera aceleró el gasto público. La crisis de la deuda soberana que sobrevino en Europa ha provocado una centralización del poder. La Comisión Europea ha asumido mayor control sobre el gasto de los gobiernos y al BCE se le ha facultado para comprar deuda pública.

Hemos llegado a lo que podría llamarse la tercera unión de transferencias. La primera es la redistribución directa por medio de pagos dinerarios realizados desde Bruselas. En la segunda, la redistribución ocurre a través de las operaciones de préstamo del BCE. La tercera permite la compra directa de deuda pública y garantiza el rescate de los gobiernos endeudados en exceso.

¿Qué depara el futuro a un sistema cuyos incentivos lo abocan a la autodestrucción?

1. El sistema se descompondrá. Un país podría salir de la UME porque le resultase ventajoso devaluar su moneda y suspender pagos. Sencillamente, su gobierno pudiera no estar dispuesto a reducir el gasto público para permanecer dentro de la UME. Otros países pueden imponer sanciones al país deficitario o dejar de apoyarlo.

Por otro lado, un gobierno fuerte como el de Alemania podría decidir salir de la UME y volver al marco. Los superávits comerciales y la política menos inflacionaria de Alemania probablemente harían que el nuevo marco alemán se apreciase. Subiría el nivel de vida y se abaratarían las importaciones y las vacaciones e inversiones en el extranjero. El euro quizá perdiese credibilidad y terminara por hundirse. Aunque se trate de una opción imaginable, la voluntad política —por el momento— sigue siendo apoyar el proyecto del euro.

2. Reformar el PEC y hacer que su cumplimiento sea obligatorio. Las medidas de austeridad y las reformas estructurales en los países deficitarios son el origen del auténtico crecimiento económico y permiten eliminar los déficits. Un único recorte aplicado a los bonos de los países más endeudados puede aliviar la carga actual de la deuda^[169]. Sanciones duras y automáticas para los países que violen el límite del 3%. Las sanciones pueden consistir en la suspensión del derecho de voto y de los subsidios de la UE, o en multas. No obstante, los incentivos con que cuentan los políticos para rebasar el límite hacen que lo anterior sea muy improbable. Los miembros de la UME siguen siendo estados soberanos, y la clase política puede no estar dispuesta a imponer límites tan duros que reduzcan su poder.

3. Los incentivos para incurrir en mayores déficits que los demás países consagrarán la unión de transferencias. Los estados más ricos pagan a los más pobres y costean sus déficits. El BCE, por su lado, monetiza la deuda de los

gobiernos. Esta situación puede hacer que los países más ricos protesten y salgan de la UME, como ya se ha explicado. Otro final posible de la unión de transferencias es una situación de hiperinflación provocada porque todos los países se apresuren a crear dinero nuevo.

En la actual situación de crisis, los gobiernos parecen estar dudando entre la opción dos y la tres. Lo que ocurrirá finalmente nadie lo sabe aún.

BIBLIOGRAFÍA

- Altwegg, Jörg. 1996. "Musterschüler der europäischen Klasse", en *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, junio.
- Baader, Roland. 1993. *Die Euro-Katastrophe. Für Europas Vielfalt – gegen Brüssels Einfalt*. Böblingen: Anita Tykve.
- Bagus, Philipp. 2003. "Deflation – When Austrians Become Interventionists", *Quarterly Journal of Austrian Economics*, 6 (4) 2003: pp. 19-35.
- Bagus, Philipp. 2004. "La tragedia de los bienes comunales y la escuela austriaca: Hardin, Hoppe, Huerta de Soto y Mises", *Procesos de Mercado: Revista Europea de Economía Política*, 1 (2): pp. 125-134.
- Bagus, Philipp. 2006. "Five Common Errors about Deflation", *Procesos de Mercado: Revista Europea de Economía Política* 3 (1): pp. 105-23.
- Bagus, Philipp. 2009a. "The Quality of Money", *Quarterly Journal of Austrian Economics* 12 (4): pp. 41-64.
- Bagus, Philipp. 2009b. "The Fed's Dilemma", *Mises.org daily*, 8 de octubre de 2009, «<http://mises.org>».
- Bagus, Philipp. 2010. "Austrian Business Cycle Theory: Are 100 percent Reserves Sufficient to Prevent a Business Cycle", *Libertarian Papers*, 2 (2).
- Bagus, Philipp, y David Howden. 2009a. "The Federal Reserve and Eurosystem's Balance Sheet Policies During the Subprime Crisis: A Comparative Analysis", *Romanian Economic and Business Review*, 4 (3): pp. 165-85.
- Bagus, Philipp, y David Howden. 2009b. "Qualitative Easing in Support of a Tumbling Financial System: A Look at the Eurosystem's Recent Balance Sheet Policies", *Economic Affairs*, 21 (4): pp. 283-300.
- Bagus, Philipp, y Markus Schiml. 2009. "New Modes of Monetary Policy: Qualitative Easing by the Fed", *Economic Affairs*, 29 (2) 2009: pp. 46-49.
- Bagus, Philipp, y Markus Schiml. 2010. "A Cardiograph of the Dollar's Quality: Qualitative Easing and the Federal Reserve Balance Sheet During the Subprime Crisis", *Prague Economic Papers*, 19 (3) 2010: pp. 195-217.
- Bagus, Philipp. 2011. "The Tragedy of the Euro", *The Independent Review*, 15, (4).
- Balzli, Beat. 2010. "How Goldman Sachs Helped Greece to Mask its True Debt", *Spiegel online*, «<http://www.spiegel.de>».
- Banco de Pagos Internacionales. 2010. "International Banking and Financial Markets Development", *BIS Quarterly Report*. Junio de 2010.
- Bandulet, Bruno. 2010. *Die letzten Jahre des Euro. Ein Bericht über das Geld, das die Deutschen nicht wollten*. Rottenburg: Kopp Verlag.
- Bayer, Tobias. 2010. "Hilfen für Hellas: Kehrtwende kratzt an Glaubwürdigkeit der EZB", *Financial Times Deutschland*, «<http://www.ftd.de>».
- Booker, Christophe, y Richard North. 2005. *The Great Deception: Can the European Union Survive?* London: Continuum.

- Browne, John. 2010. "Euro Fiasco Threatens the World", *Triblive*. 18 de julio. «<http://www.pittsburghlive.com>».
- Buchanan, James, y Gordon Tullock. 1962. *The Calculus of Consent. Logical Foundations of Constitutional Democracy*. Ann Arbor: University of Michigan Press.
- Cash-online. 2010. "Forsa: Deutsche überwiegend gegen den Euro-Rettungsschirm", noticia del 7 de junio. «<http://www.cash-online.de>».
- Cecchetti, Stephen G., y Roisin O'Sullivan. 2003. "The European Central Bank and the Federal Reserve", *Oxford Review of Economic Policy*, 19 (1): pp. 30-43.
- Center for Geoeconomic Studies. 2010. "Greek Debt Crisis – Apocalypse Later", *Council on Foreign Relations*. 2 de septiembre. «<http://blogs.cfr.org>».
- Connolly, Bernard. 1995. *The Rotten Heart of Europe: The Dirty War for Europe's Money*. Londres: Faber and Faber.
- Cullen, Angela, y Rainer Buergin. 2010. "Schaeuble Denied Twice by Merkel Defies Doctors in Saving Euro", *Bloomberg*, 21 de julio. «<http://noir.bloomberg.com>».
- Das Weisse Pferd. 1998. "Die Risiken des Euro sind unübersehbar (1)", *Das Weisse Pferd – Urchristliche Zeitung für Gesellschaft, Religion, Politik und Wirtschaft*, agosto de 1998. «<http://www.das-weiße-pferd.com>».
- Davis, Bob. 2010. "Who's on the Hook for the Greek Bailout?", *The Wallstreet Online*, 5 de mayo. «<http://online.wsj.com>».
- Dutchnews.nl. 2010. "Dutch are Biggest EU Net Payers: PVV", 14 de enero. «<http://www.dutchnews.nl>».
- ECB. 2008. *The Implementation of Monetary Policy in the Euro Area: General Documentation on Eurosystem Monetary Policy Instruments and Procedures*. Noviembre de 2008. Disponible en: «<http://www.ecb.int>».
- ECB. 2010. *Monthly Bulletin: June*. «<http://www.ecb.int>».
- Eigendorf, Jörg, Florian Hassel, Stefanie Bolzen, Jan Dams, Daniel Eckert, Florian Eder, Thomas Exner, Michael Fabricius, Martin Greive, Sebastian Jost, Tobias Kaiser, Christoph B. Schiltz, Andre Tauber, Gesche Wüpper y Holger Zschäpitz. 2010. "Chronologie des Scheiterns", *Welt.online*, 16 de mayo. «<http://www.welt.de>».
- Eichengreen, Barry. 1991. "Is Europe an Optimum Currency Area?", *NBER working paper series*, n.º 3579. Enero.
- Einecke, Helga, y Martin Hesse. 2010. "Kurz vor der Apokalypse", *Süddeutsche Zeitung*, 16 de junio. «<http://www.sueddeutsche.de>».
- Erhard, Ludwig (1962/88). "Planification – kein Modell für Europa", en: Karl Hohmann (ed.), *Ludwig Erhard. Gedanken aus fünf Jahrzehnten*, Düsseldorf: ECON, pp. 770-780.
- Evans-Pritchard, Ambrose. 2010. "Axa Fears 'Fatal-flaw' Will Destroy Eurozone", *Telegraph.co.uk*. 14 de junio. «<http://www.telegraph.co.uk>».
- FAZ, 13 de abril de 1992.

FAZ, 1 de junio de 1996.

Federal Reserve. 2005. "The Federal Reserve System: Purposes and Functions", 9.^a ed., «<http://www.federalreserve.gov>».

Feldstein, Martin. 1997. "The Political Economy of the European Political and Monetary Union: Political Sources of an Economic Liability", *Journal of Economic Perspectives*, 11 (24): pp. 23-42.

Foreman-Peck, James. 2004. "The UK and the Euro: Politics versus Economics in a Long-Run Perspective", en *The Price of the Euro*, Jonas Ljungberg, ed., pp. 97-120. Nueva York: Palgrave MacMillan.

Gave, Charles. 2010. "Was the Demise of the USSR a Negative Event?", *Investorsinsight.com*, John Mauldin, ed. 5 de mayo. «<http://investorsinsight.com>».

Ginsberg, Roy H. 2007. *Demystifying the European Union. The Enduring Logic of Regional Integration*. Plymouth, UK: Rowman & Littlefield.

GRReporter. 2010. "The Social Tourism of Bankrupt Greece", 12 de julio. «<http://www.grreporter.info>».

Granitsas, Alkman, y Paris Costas. 2010. "Greek and German Media Tangle over Crisis", *The Wallstreet Journal*, 24 de febrero. «<http://online.wsj.com>».

Hankel, Wilhelm, Wilhelm Nölling, Karl A. Schachtschneider and Jochaim Starbatty. 2001. *Die Euro-Illusion. Warum Europa scheitern muß*. Hamburgo: Rowohlt.

Hannan, Daniel. 2010. "Germans! Stop Being Ripped Off!", *Telegraph.co.uk*. 27 de marzo. «<http://blogs.telegraph.co.uk>».

Hannich, Günter. 2010. *Die kommende Euro-Katastrophe. Ein Finanzsystem vor dem Bankrott?* Múnich: Finanzbuch Verlag.

Hardin, Garrett. 1968. "The Tragedy of the Commons", *Science*, New Series, 162 (3859): pp. 1243-1248.

Hayek, Friedrich A. von. 1976. *Denationalisation of Money: An Analysis of the Theory and Practice of Concurrent Currencies*. Londres: Institute of Economic Affairs.

Henkel, Hans-Olaf. 2010. *Rettet unser Geld! Deutschland wird ausverkauft – Wie der Euro-Betrug unseren Wohlstand gefährdet*. Múnich: Heyne.

Higgs, Robert. 1987. *Crisis and Leviathan: Critical Episodes in the Growth of American Government*. Oxford: Oxford University Press.

Homburg, Stefan. 1997. "Hat die Währungsunion Auswirkungen auf die Finanzpolitik?", en Franz-Ulrich Willeke. Ed. *Die Zukunft der D-Mark. Eine Streitschrift zur Europäischen Währungsunion*. Múnich: Olzog, pp. 93-108.

Hoeren, D., y O. Santen. 2010. "Griechenland-Pleite: Warum zahlen wir ihre Luxus-Renten mit Milliarden-Hilfe?", *bild-online.de*, 27 de abril. «<http://bild.de>».

Hoppe, Hans-Hermann. 1990a. "Banking, Nation States, and International Politics: A Sociological Reconstruction of the Present Economic Order", *Review of*

- Austrian Economics*, 4 (1): pp. 55-87.
- Hoppe, Hans-Hermann. 1990b. "Marxist and Austrian Class Analysis", *Journal of Libertarian Studies* 9 (2): pp. 79-93.
- Hoppe, Hans-Hermann. 2001. *Democracy-The God that Failed*. Rutgers, Nueva Jersey: Transaction Publishers.
- Hoppe, Hans-Hermann, Jörg Guido Hülsmann y Walter Block. 1998. "Against Fiduciary Media", *Quarterly Journal of Austrian Economics*, 1 (1): pp. 19-50.
- Hosking, Patrick. 2008. "France Seeks €300 bn. Rescue Fund for Europe", *Timesonline*. 2 de octubre. «<http://business.timesonline.co.uk>».
- Hülsmann, Guido. 1997. "Political Unification: A Generalized Progression Theorem", *Journal of Libertarian Studies*, 13 (1): pp. 81-96.
- Huerta de Soto, Jesús. 2005. "Por una Europa libre", en *Nuevos Estudios de Economía Política*, pp. 214-216.
- Huerta de Soto, Jesús. [2006] 2009. *Money, Bank Credit and Economic Cycles*. 2.^a ed., Auburn, Alabama.: Ludwig von Mises Institute.
- Hutchison, Michael M., y Kenneth M. Kletzer. 1995. "Fiscal Convergence Criteria, Factor Mobility, and Credibility in Transition to Monetary Union in Europe", en *Monetary and Fiscal Policy in an Integrated Europe*, Barry Eichengreen, Jeffry Frieden y Jürgen von Hagen, eds. Berlín, Heidelberg: Springer.
- Illmer, Andreas. 2010. "Merkel Rules Out German Bailout for Greece", *Deutsche Welle*. 1 de marzo. «<http://www.dw-world.de>».
- Irish Independent. 1959. "Catholicism Growing Strong in Europe", *Irish Independent*, 28 de octubre de 1959.
- Jones, Marc. 2010. "EU Will Accept Even Junk-rated Greek Bonds", *Reuters*. 3 de mayo. «<http://in.reuters.com>».
- Jonung, Lars, y Eoin Drea. 2010. "It Can't Happen, It's a Bad Idea, It Won't Last: U.S. Economist on the EMU and the Euro, 1989-2002", *Econ Journal Watch* (7), 1: pp. 4-52.
- Judt, Tony. 2010. *Postwar. A History of Europe since 1945*. Londres: Vintage.
- Klamer, Arjen. 2004. "Borders Matter: Why the Euro is a Mistake and Why it will Fail", en *The Price of the Euro*, Jonas Ljungberg, ed., pp. 29-44. Nueva York: Palgrave MacMillan.
- Lachman, Desmond. 2010. *Can the Euro Survive?*, Legatum Institute.
- Larsson, Hans Albin. 2004. "National Policy in Disguise: A Historical Interpretation of the EMU", en *The Price of the Euro*, Jonas Ljungberg, ed., pp. 143-170. Nueva York: Palgrave MacMillan.
- Liddington-Cox, Alexander. 2011. "The daily chart: Portugal's Austerity Impasse", *BusinessSpectator*, 23 de marzo. «<http://www.businessspectator.com.au>».
- Lindsay, Robert. 2010. "ECB in U-turn on Junk Bonds to Save Greek Banking System", *Times Online*. 4 de mayo. «<http://business.timesonline.co.uk>».
- Ljungberg, Jonas. 2004. "Introduction", en *The Price of the Euro*, Jonas Ljungberg,

- ed., pp. 1-28. Nueva York: Palgrave MacMillan.
- Löffler, Kerstin. 2010. "Paris und London öffnen ihre Archive", *Ntv.de*. 6 de noviembre. <<http://n-tv.de>>.
- Maes, Ivo, J. Smets y J. Michielsen. 2004. "EMU from a Historical Perspective", en Maes, Ivo. *Economic Thought and the Making of European Monetary Union*. Selected Essays by Ivo Maes, pp. 131-191. Cheltenham, UK: Edgar Elgar. Publicado en neerlandés como "De EMU: De Uitdaging", Ooghe H., et al. (eds.), Samson, pp. 37-99. También se puede consultar un resumen titulado "EMU from an Historical Perspective", en *The Economic and Business Consequences of the EMU. A Challenge for Governments, Financial Institutions and Firms*, Ooghe H., F. Heylen, R. Vander Venet y J. Vermaut (eds.), pp. 53-92. Boston: Kluwer Academic Publishers.
- Marsh, David. 2009. *Der Euro – Die geheime Geschichte der neuen Weltwährung*, Friedrich GRIESE, trans. Hamburgo: Murmann.
- Meyer, Fritjof. 1999. "Ein Marshall auf einem Sessel", *Der Spiegel* 40: p. 99. <<http://www.spiegel.de>>.
- Mik. 2010. "Mitterrand forderte Euro als Gegenleistung für die Einheit". Spiegel online. <<http://www.spiegel.de>>.
- Mises, Ludwig von. 1944. *Omnipotent Government: The Rise of the Total State and Total War*. New Haven: Yale University Press. <<http://mises.org>>.
- Mises, Ludwig von. 1998. *Human Action*. Scholar's Edition. Auburn, Ala.: Ludwig von Mises Institute.
- Mises, Ludwig von. 2004. *Interventionism: An Economic Analysis*. Edición en línea: Ludwig von Mises Institute. <<http://mises.org>>.
- Nawratil, Heinz. 2008. *Der Kult mit der Schuld. Geschichte im Unterbewußtsein*. 2.^a ed. Múnich: Universitas.
- Nazareth, Rita y Gavin Serkin. 2010. "Stocks, Commodities, Greek Bonds Rally on European Loan Package", *Bloomberg*. 10 de mayo. <<http://noir.bloomberg.com>>.
- Neuger, James. 2010. "Euro Breakup Talk Increases as Germany Loses Proxy", *Bloomberg*. 14 de mayo. <<http://www.bloomberg.com>>.
- Ohr, Renate. 2004. "The Euro in its Fifth Year: Expectations Fulfilled?", en *The Price of the Euro*, Jonas Ljungberg, ed., pp. 59-70. Nueva York: Palgrave MacMillan.
- Padoa-Schioppa, Tommaso. 2004. *The Euro and its Central Bank*. Cambridge: MIT Press.
- Petrakis, Maria, y Meera Louis. 2010. "EU Backs Greek Deficit Plan. Papandreou Offers Cuts", *Bloomberg*. 3 de febrero. <<http://noir.bloomberg.com>>.
- Raico, Ralph. 2010. "The Blockade and Attempted Starvation of Germany", publicado en Mises.org daily. 7 de mayo [Vincent, C. Paul. 1985. *The Politics of Hunger: Allied Blockade of Germany, 1915-1919*. Athens, Ohio: Ohio University Press. Publicado originalmente en *Review of Austrian Economics* 3, n.º 1].

«<http://mises.org>».

- Rallo, Juan Ramón. 2011a. “Portugal: Una década (mal)viviendo del crédito barato”, *juanramonrallo.com*, 23 de marzo. «<http://www.juanramonrallo.com>».
- Rallo, Juan Ramón. 2011b. “España sí es Portugal”, *juanramonrallo.com*, 29 de marzo. «<http://www.juanramonrallo.com>».
- Reuter, Wolfgang. 2010. “German Central Bankers Suspect French Intrigue”, *Spiegel.online*. 31 de mayo. «<http://www.spiegel.de>».
- Rothbard, Murray. 1995. *Wall Street, Banks, and American Foreign Policy*. Auburn, Alabama: Ludwig von Mises Institute.
- Rothbard, Murray. 2000. “Schöne neue Zeichengeldwelt”, en *Das Schein-Geld-System, Wie der Staat unser Geld zerstört*, Guido Hülsmann, trad. Gräffeling: Resch.
- Samuelson, Robert. 2010. “Greece and the Welfare State in Ruins”, *Real Clear Politics*. 22 de febrero. «<http://www.realclearpolitics.com>».
- Savage, James D. 2005. *Making the EMU. The Politics of Budgetary Surveillance and the Enforcement of Maastricht*. Oxford: Oxford University Press.
- Schäffler, Frank. 2011. “Europäischer Stabilitätsmechanismus (ESM)”, *Schriftliche Erklärung*. «www.frank-schaeffler.de».
- Schrenk-Notzing, Caspar von. 2005. *Charakterwäsche. Die Re-education der Deutschen und ihre bleibenden Auswirkungen*. 2.^a ed. Graz: Ares Verlag.
- Selgin, George A., y Lawrence H. White. 1996. “In Defense of Fiduciary Media, or We are Not (Devo)lutionists, We are Misesians!”, *Review of Austrian Economics*, 9 (2): pp. 92-93.
- Selgin, George A., y Lawrence H. White. 1999. “A Fiscal Theory of Government’s Role in Money”, *Economic Inquiry*, 37: pp. 154-165.
- Sennholz, Hans. 1955. *How Can Europe Survive*. Nueva York: D. Van Nostrand Company.
- Sennholz, Hans. 1985. *Money and Freedom*. Spring Mills, Filadelfia: Libertarian Press.
- Sinn, Hans-Werner, y Holger Feist. 1997. “Eurowinners and Eurolosers: The Distribution of Seignorage Wealth in the EU”, *European Journal of Political Economy*, 13: pp. 665-689.
- Shortnews.de. 2010. “Umfrage: Mehr als die Hälfte der Deutschen wollen die DM zurück haben”, 29 de junio. «<http://shortnews.de>».
- Spiegel.online. 2010. “Deutschland weist Bericht über Sarkozy-Ausraster zurück”, *Spiegel.online*. 14 de mayo. «<http://www.spiegel.de>».
- Starbatty, Joachim. 2005. “Anmerkungen zum Woher und Wohin der Europäischen Union”, *Tübinger Diskussionsbeitrag*, n.º 292. Febrero.
- Starbatty, Joachim. 2006. “Sieben Jahre Währungsunion: Erwartungen und Realität”, *Tübinger Diskussionsbeitrag*, n.º 208. Noviembre.
- Tagesschau. 2010. “Müss Deutschland noch mehr zahlen?”, *Tagesschau*. 6 de mayo.

«<http://www.tagesschau.de>».

Tarullo, Daniel K. 2010. “International Response to European Debt Problems”, declaración ante el Subcommittee on International Monetary Policy and Trade, el Subcommittee on Domestic Monetary Policy and Technology y el Committee on Financial Services, U. S. House of Representatives, Washington, D. C. 20 de mayo, 2010. «<http://www.federalreserve.gov>».

Telebörse.de. 2010. “EZB öffnet Büchse der Pandora”, *Dossier*. 10 de mayo. «<http://www.teleboerse.de>».

Teltschik, Horst. 1991. *329 Tage: Innenansichten der Einigung*. Berlín: Siedler.

Thesing, Gabi, y Flaiva Krause-Jackson. 2010. “Greece gets \$146 Billion Rescue in EU, IMF Package”, *Bloomberg*. 3 de mayo. «<http://noir.bloomberg.com>».

Tweed, David, y Simone Meier. 2010. “Trichet Indicates ECB Bond Purchases Not Unanimous”, *Bloomberg*. 10 de mayo. «<http://noir.bloomberg.com>».

Ulrich, Angela. 2010. “Ein gutes Geschäft für Frankreich”, *Tagesschau.de*. 30 de abril. «<http://www.tagesschau.de>».

Vaubel, Roland. 1994. “The Political Economy of Centralization and the European Community”, *Public Choice*, 81 (1-2): pp. 151-190.

Vaubel, Roland. 2004. “A Critical Analysis of EMU and of Sweden Joining It”, en *The Price of the Euro*, Jonas Ljungberg, ed., pp. 87-96. Nueva York: Palgrave MacMillan.

Vaubel, Roland. 2005. “The Role of Competition in the Rise of Baroque and Renaissance Music”, *Journal of Cultural Economics*, 25: pp. 277-297.

Vaubel, Roland. 2010. “The Euro and the German Veto”, *Econ Journal Watch* (7) 1: pp. 82-90.

Vaubel, Roland. 2011. “Eine andere Interpretation des Weber-Rücktritts”, *WirtschaftlicheFreiheit.de*. 15 de febrero. «<http://wirtschaftlichefreiheit.de/wordpress/>».

White, Lawrence. 1995. “The Federal Reserve System’s Influence on Research in Monetary Economics”, *Econ Journal Watch*, 2 (2): pp. 325-354.

Wohlgemuth, Michael. 2008. “Europäische Ordnungspolitik, Anmerkungen aus ordnungs-und konstitutionenökonomischer Sicht”, *ORDO: Jahrbuch für Ordnung von Wirtschaft und Gesellschaft*, 59, pp. 381-40.



PHILIPP BAGUS es profesor de economía en la Universidad Rey Juan Carlos de Madrid. Investiga principalmente sobre teoría monetaria y teoría del ciclo económico. Sus trabajos académicos han sido publicados en revistas científicas como *Journal of Business Ethics*, *Independent Review* y *American Journal of Economics and Sociology*. Sus trabajos ganaron el O. P. Alford III Prize in Libertarian Scholarship, el Sir John M. Templeton Fellowship, el Ron Paul Liberty in Media Award y el IREF Essay Prize. Es autor de un libro sobre el colapso financiero islandés, *Deep Freeze: Iceland's Economics Collapse* con David Howden. Su libro *La tragedia del euro* se ha publicado en once idiomas.

Notas

[1] Aproximadamente un año antes de empezar a comprar deuda pública, el BCE comenzó a comprar bonos garantizados emitidos por bancos alemanes. El importe de estas compras llegó a alcanzar los 60.000 millones de euros. <<

[2] Cash-online, “Forsa: Deutsche überwiegend gegen den Euro-Rettungsschirm”.
Noticia publicada el 7 de junio de 2010, «<http://www.cash-online.de>». <<

[3] Shortnews.de, “Umfrage: Mehr als die Hälfte der Deutschen wollen die DM zurück haben”. Noticia publicada el 29 de junio de 2010, «<http://shortnews.de>». <<

[4] GRReporter, “The Social Tourism of Bankrupt Greece”, 12 de julio de 2010, «<http://www.grreporter.info>». Durante el verano de 2010 muchos empresarios griegos se negaron a dar servicio a los clientes que participaban en este programa estatal. El gobierno griego paga con un retraso de seis meses (en el mejor de los casos). <<

[5] D. Hoeren y O. Santen, “Griechenland-Pleite: Warum zahlen wir ihre Luxus-Renten mit Milliarden-Hilfe?”, *bild-online.de*, 27 de abril de 2010, «<http://bild.de>».

<<

[6] Véase Jesús Huerta de Soto, “Por una Europa libre”, en *Nuevos Estudios de Economía Política* (2005), pp. 214-216. También, acerca de las dos ideas sobre Europa, Hans Albin Larsson, “National Policy in Disguise: A Historical Interpretation of the EMU”, en *The Price of the Euro*, ed. Jonas Ljungberg (Nueva York: Palgrave MacMillan, 2004), pp. 143-170. <<

[7] Otro defensor importante de esta visión fue el político alemán Ludwig Erhard, responsable del *Wirtschaftswunder* o milagro alemán. Erhard se opuso a que se introdujese “planificación” en Europa. Véase Ludwig Erhard, “Planification – kein Modell für Europa”, en: Karl Hohmann (ed.), *Ludwig Erhard. Gedanken aus fünf Jahrzehnten*, Düsseldorf: ECON, pp. 770-780. Erhard llegó a criticar el Tratado de Roma por sus elementos intervencionistas, y fue uno de los alemanes que tachó el proyecto europeo de neo-mercantilista. Véase Michael Wohlgemuth, “Europäische Ordnungspolitik, Anmerkungen aus ordnungs- und konstitutionenökonomischer Sicht”, en *ORDO: Jahrbuch für Ordnung von Wirtschaft und Gesellschaft* (2008), pp. 381-40. En Hans Sennholz, *How can Europe Survive?* (Nueva York: D. Van Nostrand Company, 1955) puede encontrarse un planteamiento teórico de la visión liberal clásica. Sennholz critica los planes de cooperación intergubernamental propuestos por algunos políticos y demuestra que solamente la libertad es capaz de eliminar la causa de los conflictos de Europa. Sobre la importancia de los dirigentes políticos católicos en la formación del Mercado Común durante los primeros años de la integración europea, véase “Catholicism Growing Strong in Europe”, *Irish Independent*, 28 de octubre de 1959. <<

[8] Roland Vaubel, en “The Role of Competition in the Rise of Baroque and Renaissance Music”, *Journal of Cultural Economics*, 25 (2005): pp. 277-297, sostiene que el surgimiento de la música barroca y renacentista en Alemania e Italia fue consecuencia de la descentralización de estos países y de la competencia resultante. <<

[9] Acerca de la tendencia de los estados a acrecentar sus poderes en situaciones de emergencia, véase Robert Higgs, *Crisis and Leviathan: Critical Episodes in the Growth of American Government* (Oxford: Oxford University Press, 1987). <<

[10] A este respecto, el presidente francés Nicolás Sarkozy intentó introducir un fondo europeo de rescate durante la crisis de 2008 (véase Patrick Hosking, “France Seeks €300 bn. Rescue Fund for Europe”, *Timesonline*, 2 de octubre de 2008, «<http://business.timesonline.co.uk>»). La canciller alemana Angela Merkel se opuso, lo que le valió el apodo de “Madame Non”. La crisis actual también ha sido utilizada por el BCE para ampliar tanto el alcance de sus operaciones como su balance. Durante la crisis se han establecido otras instituciones como la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS) y el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF). <<

[11] Las Comunidades Europeas fueron la Comunidad del Carbón y del Acero, que creó un Mercado Común para el carbón y el acero, la Comunidad Económica Europea (CEE), que promovió la integración económica, y la Comunidad Europea de la Energía Atómica, que estableció un mercado especializado para la energía nuclear y promovió su distribución en el territorio de la Comunidad. No obstante, en el propio comienzo de la integración europea fueron evidentes las “intenciones socialistas” de Jean Monnet, el padre intelectual de la Comunidad Europea. Monnet concibió la Comunidad Europea como una organización supranacional antes que intergubernamental (véase Christopher Booker y Richard North, *The Great Deception: Can the European Union Survive?*, Londres: Continuum, 2005). Acerca de la preferencia de Monnet por la planificación centralizada, véase también Tony Judt, *Postwar – A history of Europe since 1945*, Londres: Vintage, 2010, p. 70. El gobierno francés temía un resurgimiento de Alemania después de la segunda guerra mundial. La CEE aseguró a Francia acceso privilegiado a los recursos alemanes (Judt, *Postwar*, p. 117). La integración de Alemania en Europa se planteó como medio de impedir que el país germano se rebelase contra las condiciones que se le impusieron tras el final de la guerra. Según Judt, *Postwar*, p. 156: “[La autoridad máxima de la CEE] controlaría primordialmente el Ruhr y otros recursos esenciales para impedir que estuvieran en manos alemanas. Supuso una solución europea para un problema (el problema, realmente) francés”. Pese a que esta clase de intenciones políticas subyacían a la CEE, en el comienzo siguieron prevaleciendo elementos de la tradición liberal clásica. <<

[12] El Consejo de la Unión Europea, a menudo denominado “Consejo” o “Consejo de Ministros”, está constituido por un ministro de cada estado miembro y no hay que confundirlo con el Consejo Europeo. El Consejo Europeo está compuesto por el Presidente del “Consejo de Ministros”, el Presidente de la Comisión, y un representante de cada estado miembro. El Consejo Europeo provee de dirección a la UE al fijar su programa de políticas. <<

[13] Semejantes defectos de nacimiento deslucen la labor de los padres fundadores, Schuman y Adenauer entre otros. <<

[14] En 1959, por ejemplo, el gobierno británico propuso una zona de libre comercio para toda la Europa no comunista, que fue rechazada por Charles de Gaulle. <<

[15] Véase Larsson, “National Policy in Disguise”, p. 162. Larsson escribe: “Europa occidental fue el campo en el que Francia intentó recobrar su honor y su influencia internacional. Como país cabeza de la CEE, Francia recuperó influencia para compensar la pérdida de su imperio dentro de un área en que había buscado históricamente dominar e influir de muchas maneras”. Escribe Judt en *Postwar*, p. 153: “Triste y frustrada por verse reducida a ser la menor de las grandes potencias, Francia había encontrado una nueva vocación como iniciadora de una nueva Europa”. “Para Charles de Gaulle la lección del siglo xx fue que Francia solamente podía esperar recuperar sus glorias pasadas invirtiendo en el proyecto europeo y moldeándolo para que sirviese a los objetivos franceses” (p. 292). Ya en 1950 el primer ministro francés, René Pleven, propuso crear un Ejército Europeo que fuese parte de una Comunidad Europea de la Defensa (bajo dirección francesa). Pese a que el plan fracasó, demuestra que desde el principio los políticos franceses persiguieron la centralización y la visión imperial de Europa. Durante la “crisis de la silla vacía” Francia abandonó a partir de junio de 1965 su asiento en el Consejo de Ministros por espacio de seis meses como protesta por una ofensa a su soberanía. La Comisión exigía la centralización del poder a la vez que de Gaulle intentaba mejorar la posición y el liderazgo de Francia en las negociaciones sobre la Política Agrícola Común. La Comisión había propuesto que la cuestión se decidiese por mayoría. Los agricultores franceses eran los principales beneficiarios de los subsidios, de los que Alemania era el principal contribuyente. La decisión por mayoría podría haber puesto fin a los privilegios de los agricultores franceses. La crisis de la silla vacía terminó cuando se aceptaron las exigencias de financiación del general de Gaulle. Muchos alemanes, entre ellos Ludwig Erhard, se opusieron a los subsidios agrícolas y promovieron una zona de libre comercio. (Véase Judt, *Postwar*, p. 304). Adenauer, sin embargo, no rompió con Francia. A cambio de las ayudas a los agricultores franceses, se logró que los productos alemanes pudieran entrar con libertad en Francia. Libre comercio a costa de subvencionar la agricultura. <<

[16] Roland Vaubel, en “The Political Economy of Centralization and the European Community”, *Public Choice*, 81 (1-2, 1994): pp. 151-190, explica la tendencia hacia la centralización en Europa con argumentos de la escuela de la Elección Pública. <<

[17] Larsson, “National Policy in Disguise”, p. 163. <<

[18] Sobre la estrategia de usar la moneda única como herramienta de centralización, Arjen Klamer en “Borders Matter: Why the Euro is a Mistake and Why it will Fail”, en *The Price of the Euro*, ed. Jonas Ljungberg (Nueva York: Palgrave MacMillan, 2004), p. 33, escribe: “Se creía que una vez que la unión monetaria se consumase habría que continuar con una especie de estructura federal, o al menos con una unión política más estrecha, para que la unión monetaria funcionase. O sea, se puso el carro delante de los bueyes. Era un experimento. Ningún político se atrevió a plantearse las consecuencias en caso de fracaso o qué pasaría si no se lograba una unión política fuerte. No se podía parar el tren”. <<

[19] FAZ, 1.6.1996. El ministro alemán de asuntos exteriores, Hans-Dietrich Genscher, había propuesto absorber a los nuevos países de Europa del Este dentro de la UE lo más rápido posible. Margaret Thatcher también abogó por una ampliación rápida con la esperanza de que la UE ampliada acabaría convirtiéndose en un área de libre comercio. Por temor al área de libre comercio y a la pérdida de influencia, el gobierno francés se opuso a la incorporación rápida de los países de Europa del Este en la UE. Véase Judt, *Postwar*, pp. 716-719. <<

[20] Charles Gave, “Was the Demise of the USSR a Negative Event?”, en *Investorsinsight.com*, ed. John Mauldin (5 de mayo de 2010), «<http://investorsinsight.com>». <<

[21] Hasta la fecha, el gobierno francés ha conseguido ejercer una influencia desproporcionada en el seno de la UE. La mayoría de las instituciones están ubicadas en Francia y Bélgica e imitan el sistema de gobierno francés. El francés es lengua de trabajo en la UE, junto con el inglés, pero no el alemán, pese a que el número de germanófonos en la Unión es mucho mayor. En la ponderación de la influencia que tienen los Estados miembros en función de su población, Francia está sobrevalorada y Alemania infravalorada. De hecho, el peso de la influencia de Alemania no aumentó tras la reunificación. Como dice Larsson (“National Policy in Disguise”, p. 165): “En pocas palabras, la UE y sus predecesoras son de diseño primordialmente francés, lo cual, además de las declaraciones oficiales, ha servido en muchos aspectos para utilizar todos los medios posibles para acrecentar, o al menos mantener, la influencia política francesa en el mundo, especialmente en Europa”. Bernard Connolly, que trabajó en la Comisión Europea antes de ser despedido por escribir un libro (Bernard Connolly, *The Rotten Heart of Europe The Dirty War for Europe’s Money*, Londres: Faber and Faber, 1995, p. 4), es de la misma opinión: “La plantilla de la Comisión siempre ha estado en sintonía con los intereses franceses, que ha apoyado especialmente”. Como dice Judt en *Postwar*, p. 308: “La CEE fue propiedad de Francia y Alemania. Bonn avalaba las finanzas de la Comunidad y París dictaba las políticas”. En la misma línea, Charles de Gaulle dijo: “La CEE funciona como una diligencia: Alemania es el caballo y Francia el cochero”. (Citado en Connolly, *The Rotten Heart of Europe*, p. 7.) Parece que nada ha cambiado hasta la fecha. <<

[22] Para más información sobre la historia del euro, véase el capítulo 9. <<

[23] Jesús Huerta de Soto, en *Dinero, crédito bancario y ciclos económicos*, 4.^a ed. (Madrid: Unión Editorial, 2009), describe la historia de los contratos de depósito de dinero. El profesor Huerta de Soto muestra que estos contratos existieron en la antigüedad y que sus principios fueron conculcados por los banqueros, que usaron para sus propios negocios el dinero que se les entregaba en depósito. Esta historia de apropiación indebida del dinero depositado se repitió en el Renacimiento. <<

[24] Ludwig von Mises, *Interventionism: an Economic Analysis* (Edición en línea: Ludwig von Mises Institute, 2004), «<http://mises.org>». La traducción en español ha sido publicada por Unión Editorial con el título *Crítica del intervencionismo*. <<

[25] El tratado más exhaustivo sobre la teoría de los ciclos económicos es el del profesor Huerta de Soto, *Dinero, crédito bancario y ciclos económicos*. <<

[26] Alemania siguió pagando miles de millones de dólares para mantener tropas estadounidenses en su territorio como protección contra la invasión soviética. <<

[27] De 1972 a 1973 existió por un corto espacio de tiempo un sistema conocido como “la serpiente en el túnel”. En este sistema informal se permitía que las monedas fluctuasen unas respecto a otras en una banda de $\pm 2,25\%$. El dólar representaba el túnel. Los Acuerdos Smithsonianos habían fijado bandas de $\pm 2,25\%$, en las que las divisas podían fluctuar respecto al dólar estadounidense. Cuando este empezó a flotar libremente en 1973, el túnel desapareció. La serpiente salió del túnel y quedó un bloque dominado por el marco alemán compuesto por monedas que fluctuaban $\pm 2,25\%$. Como el Bundesbank ya no estaba obligado a comprar los dólares excedentarios, podía elevar el tipo de interés y restringir la liquidez. Mientras el gobierno francés buscaba influir en la economía mediante la expansión crediticia, las instituciones alemanas luchaban contra la inflación. Francia dejó la serpiente en 1974, pero regresó a ella en 1975 en un intento de reducir la hegemonía alemana. Volvió a dejarla un año después. Para 1977 solamente Alemania, el Benelux y Dinamarca permanecían en un marco-zona *de facto*. Sobre la historia de la serpiente y el SME, véase Ivo Maes, J. Smets y J. Michielsen, “EMU from a Historical Perspective”, en Maes, Ivo, *Economic Thought and the Making of European Monetary Union, Selected Essays by Ivo Maes* (Cheltenham, Reino Unido: Edgar Elgar, 2004), pp. 131-191. <<

[28] Sobre los errores del SME, véase, Murray Rothbard, “Schöne neue Zeichengeldwelt”, en *Das Schein-Geld-System, wie der Staat unser Geld zerstört*, trad. Guido Hülsmann (Gräfelfing: Resch, 2000). <<

[29] Véase David Marsh, *The Euro - The Politics of the new global currency*. Maes, Smets, y Michielsen (“EMU from a Historical Perspective”, p. 171) sostienen que los políticos franceses entendieron “que solamente si todas las políticas monetarias europeas creasen un fondo común podría ponerse fin al dominio alemán”. <<

[30] Véase Marsh, *Der Euro*, pp. 135-36. <<

[31] La obra que mejor describe la lucha entre los gobiernos europeos que querían mayor gasto y el Bundesbank, que intentaba mantener la inflación bajo control, es *The Rotten Heart of Europe*, de Bernard Connolly, que ofrece abundantes ejemplos del poder del Bundesbank. El dominio de la institución también queda ilustrado en una anécdota de Rüdiger Dornsbuch relatada por Joachim Starbatty en “Anmerkungen zum Woher und Wohin der Europäischen Union”, *Tübinger Diskussionsbeitrag*, n.º 292 (2005), p. 13. Durante una cena, el por entonces presidente del *De Nederlandsche Bank*, Wim Duisenberg, recibió una nota y la pasó a su vicepresidente, que también la leyó. Los dos asintieron y la devolvieron. Cuando Dornsbuch preguntó que decía la nota, le respondieron que el Bundesbank había subido sus tipos 50 puntos básicos. El gesto de asentimiento significaba que ambos estaban de acuerdo y subirían los suyos en la misma cantidad. <<

[32] Solamente durante los años iniciales —desde la primavera de 1979 a la de 1983— se hicieron siete reajustes que implicaron una apreciación media del marco alemán de un 27%. En total hubo veintidós reajustes del SME en el periodo de 1979 a 1997. <<

[33] Véase Marsh, *Der Euro*, p. 241. Durante una situación parecida a principios de la década de 1980, el gobierno francés había amenazado con salir del SME y establecer derechos de importación si el Bundesbank no apoyaba al franco. <<

[34] Connolly escribe en *The Rotten Heart of Europe*, p. 75: “Delors es nacionalista francés y, además, euronacionalista. ¿Cómo se resuelve esta contradicción? En su opinión, la creación de ‘Europa’ es el mejor modo de ampliar la influencia francesa. Durante los diez años que pasó en Bruselas se entregó con diligencia a la tarea de llenar la Comisión de socialistas franceses; tanto, que la Comisión se transformó en una máquina socialista y francesa. Era evidente que aspiraba a que ‘Europa’ estuviese dirigida por la Comisión y, de ese modo, dominada por Francia”. Véanse también las pp. 104 y 380. <<

[35] Bandulet, *Die letzten Jahre des Euro*, p. 52. <<

[36] Bandulet, *Die letzten Jahre des Euro*, p. 53. <<

[37] Roland Baader, *Die Euro-Katastrophe. Für Europas Vielfalt – gegen Brüssels Einfalt* (Böblingen: Anita Tykve, 1993). <<

[38] FAZ 13. Abril, 1992. Weizsäcker, Richard von. 1992. Meilenstein Maastricht, en: *Frankfurter Allgemeinen Zeitung*, 13 de abril de 1992. <<

[39] Este argumento, que sigue siendo aceptado en la actualidad, ha servido para justificar el rescate de Grecia. Wolfgang Schäube declaró el 8 de julio de 2010: “Somos el país del centro de Europa. Alemania siempre ha estado en el centro de las grandes guerras europeas, pero lo que nos interesa es no quedar aislados”. Véase Angela Cullen y Rainer Buergin, “Schäuble Denied Twice by Merkel Defies Doctors in Saving Euro”, Bloomberg (21 de julio de 2010), «<http://noir.bloomberg.com>». Schäube parece sugerir que Alemania ha tenido que rescatar a Grecia a fin de impedir una nueva guerra en Europa. <<

[40] Sobre la reeducación de los alemanes, véase Caspar von Schrenk-Notzing, *Charakterwäsche. Die Re-education der Deutschen und ihre bleibenden Auswirkungen*, 2.^a ed. (Graz: Ares Verlag, 2005). <<

[41] Sobre el uso sistemático del reproche por las elites políticas nacionales y extranjeras con el fin de manipular a los alemanes para la consecución de objetivos concretos, véase Heinz Nawratil, *Der Kult mit der Schuld. Geschichte im Unterbewußtsein* (Múnich: Universitas, 2008). En la misma línea, Hans-Olaf Henkel afirma que los complejos de culpa y los miedos generados por el periodo nazi han vuelto timoratos a los políticos alemanes, que no se atreven a defender los intereses de sus conciudadanos. Véase Hans-Olaf Henkel, *Rettung unser Geld! Deutschland wird ausverkauft – Wie der Euro-Betrug unseren Wohlstand gefährdet* (Múnich: Heyne, 2010), p. 30. <<

[42] Citado en Marsh, *Der Euro*, pp. 68-69. <<

[43] Véase Marsh, *Der Euro*, p. 203. <<

[44] La revista alemana “Der Focus” informaba en 1997 de que la Comisión Europea había contratado 170 economistas por toda Europa para que convenciesen a la población de las ventajas del euro. Véase Günter Hannich, *Die kommende Euro-Katastrophe. Ein Finanzsystem vor dem Bankrott?* (Múnich: Finanzbuch Verlag, 2010), p. 27. <<

[45] Sobre los argumentos esgrimidos por estos economistas, véase Renate Ohr, “The Euro in its Fifth Year: Expectations Fulfilled?”, en *The Price of the Euro*, ed. Jonas Ljungberg (Nueva York: Palgrave MacMillan, 2004), pp. 59-70, y Joachim Starbatty, “Sieben Jahre Währungsunion: Erwartungen und Realität”, *Tübinger Diskussionsbeitrag*, n.º 208 (febrero de 2006). Profesores de los Estados Unidos también reprobaron la UME y la consideraron una decisión política. Véase Barry Eichengreen, “Is Europe an Optimum Currency Area?”, *NBER working paper series*, n.º 3579 (enero de 1991) y Martin Feldstein, “The Political Economy of the European Political and Monetary Union: Political Sources of an Economic Liability”, *Journal of Economic Perspectives*, 11 (24, 1997): pp. 23-42. Sobre las opiniones de los economistas estadounidenses, véase Lars Jonung y Eoin Drea, “It Can’t Happen, It’s a Bad Idea, It Won’t Last: U.S. Economist on the EMU and the Euro, 1989-2002”, *Econ Journal Watch* 7 (1, 2010): pp. 4-52. <<

[46] Véase Connolly, *The Rotten Heart of Europe*, pp. 74 y 302. <<

[47] Los profesores alemanes Karl Albrecht Schachtschneider, Wilhelm Hank, Wilhelm Nölling y Joachim Starbatty presentaron una demanda ante el Tribunal Constitucional contra la introducción del euro. <<

[48] El Pacto de Estabilidad y Crecimiento establece límites fiscales a los Estados miembros de la Eurozona. <<

[49] Aquellos trucos incluyeron los manejos en torno a France Telecom, el euroimpuesto en Italia, Treuhand en Alemania, o la deuda de los hospitales públicos alemanes, y el intento por parte de varios países de recalcular sus reservas de oro. Véase James D. Savage, *Making the EMU. The Politics of Budgetary Surveillance and the Enforcement of Maastricht* (Oxford: Oxford University Press, 2005). <<

[50] Bandulet, *Die letzten Jahre des Euro*, p. 84. <<

[51] Véase Roy H. Ginsberg, *Demystifying the European Union. The Enduring Logic of Regional Integration* (Plymouth, Reino Unido: Rowman & Littlefield, 2007), p. 249. <<

[52] Bandulet, *Die letzten Jahre des Euro*, p. 97. <<

[53] Baader, *Die Euro-Katastrophe*, p. 195. <<

[54] See Marsh, *Der Euro*, p. 287. <<

[55] En este sentido, afirma Feldstein en “The Political Economy”, p. 38: “Francia reconoce que la institución del BCE cambiará con el tiempo y sigue exigiendo que algún tipo de organismo político (un ‘gobierno económico’) la controle. De hecho, ha hecho progresos importantes en esa dirección”. Mitterrand dijo textualmente: “Se dice que el Banco Central Europeo será quien tome las decisiones. ¡No es verdad! La política económica pertenece al Consejo Europeo y la aplicación de la política monetaria es responsabilidad del Banco Central [Europeo] dentro del marco de lo que decida el Consejo Europeo... Quienes deciden sobre política económica (porque la política monetaria no es más que la forma de ejecución) son los políticos”. Citado en Connolly, *The Rotten Heart of Europe*, p. 142. Véase también la p. 248. <<

[56] Véase Stefan Homburg, “Hat die Währungsunion Auswirkungen auf die Finanzpolitik?”, en Franz-Ulrich Willeke. Ed. *Die Zukunft der D-Mark. Eine Streitschrift zur Europäischen Währungsunion* (Múnich: Olzog, 1997), pp. 93-108.

<<

[57] Para más información sobre las funciones y estrategias del BCE, véase Tommaso Padoa-Schioppa, *The Euro and its Central Bank* (Cambridge: MIT Press, 2004). <<

[58] Acerca del miedo irracional a la deflación y los argumentos erróneos en los que se sustenta, véase Philipp Bagus, “Deflation – When Austrians Become Interventionists”, en *Quarterly Journal of Austrian Economics* 6 (4, 2003): pp. 19-35, y “Five Common Errors about Deflation” en *Procesos de Mercado: Revista Europea de Economía Política* 3 (1, 2006): pp. 105-23. <<

[59] Véase Roland Vaubel, “The Euro and the German Veto”, *Econ Journal Watch* 7 (1, 2010): p. 87. <<

[60] Como afirmó Connolly en 1995 en *The Rotten Heart of Europe*, p. 4: “Para la elite francesa el dinero no es el lubricante de la economía, sino la palanca más importante de toda la máquina. Por esa razón la captura del Bundesbank supone la victoria más codiciada de la guerra monetaria europea”. <<

[61] Citado en Baader, p. 207. <<

[62] *Ibíd.*, p. 208. Véase también Connolly, *The Rotten Heart of Europe*, p. 386. <<

[63] Véase Hans-Werner Sinn y Holger Feist, “Eurowinners and Eurolosers: The Distribution of Seignorage Wealth in the EU”, *European Journal of Political Economy*, 13 (1997): pp. 665-689. La socialización de los ingresos por señoreaje en el Eurosistema se describe en el Artículo 32 del Protocolo n.º 18 del Estatuto del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del Banco Central Europeo del Tratado de Maastricht. <<

[64] Wilhelm Hankel, Wilhelm Nölling, Karl A. Schachtschneider y Joachim Starbatty, *Die Euro-Illusion. Warum Europa scheitern muß* (Hamburgo: Rowohlt, 2001), p. 94. <<

[65] En teoría, países como Grecia podrían declararse en suspensión de pagos sin salir de la UME, si bien se consideraría una catástrofe política y probablemente supondría el final de cualquier avance hacia un estado europeo centralizado. <<

[66] Véase Judt, *Postwar*, p. 715. Connolly escribe en *The Rotten Heart of Europe*, p. 198: “El 9 de noviembre de 1991 los ministros de Exteriores de Irlanda, España, Portugal y Grecia tuvieron una reunión con Jacques Delors en la que este les prometió fabulosas sumas (a Irlanda, 6 millones de ECUs) de dinero de los contribuyentes si se comprometían a apoyar sus ambiciones federalistas y corporativistas durante las últimas negociaciones del Tratado de Maastricht”. <<

[67] No hay datos de Portugal. Conviene aceptar estas cifras con cierta reserva, pues su margen de error podría ser grande debido a su muy alto nivel de agregación. Aun así, señalan la tendencia. <<

[68] Baader, *Die Euro-Katastrophe*, p. 204. De no ser por la garantía tácita de Alemania, la deuda de Bélgica habría resultado insostenible. Véase Connolly, *The Rotten Heart of Europe*, p. 344. <<

[69] Sobre nacionalismo monetario, véase Hans-Hermann Hoppe, “Banking, Nation States, and International Politics: A Sociological Reconstruction of the Present Economic Order”, en *Review of Austrian Economics*, 4 (1, 1990): pp. 55-87. <<

[70] La Carta de las Naciones Unidas aún contiene cláusulas sobre estados enemigos que permiten a los aliados imponer medidas contra estados como Alemania o Japón sin autorización del Consejo de Seguridad. “Los aliados se reservaron ciertos poderes de intervención y hasta el derecho de recuperar el control directo en caso de juzgarlo necesario” (Judt, *Postwar*, p. 147). <<

[71] Como declaró Margaret Thatcher acerca de Mitterrand y de sí misma: “Los dos buscábamos tener controlado al gigante alemán”. Citado en Judt, *Postwar*, p. 639. <<

[72] Fritjof Meyer, “Ein Marshall auf einem Sessel”, *Der Spiegel*, 40 (1999): p. 99, «<http://www.spiegel.de>». Alemania pagó un total de 63.000 millones de marcos a la Unión Soviética desde 1989 hasta 1991 a cambio de un trato favorable. Por su parte, Tony Judt, en *Postwar*, p. 642, calcula que el gobierno alemán transfirió 71.000 millones de dólares estadounidenses a la Unión Soviética desde 1990 hasta 1994. Otros 36.000 millones de dólares estadounidenses afluyeron en forma de “tributos” hacia otros gobiernos ex comunistas de Europa oriental. <<

[73] Véase Kerstin Löffler, “Paris und London öffnen ihre Archive”, *Ntv.de* (6 de noviembre de 2010), «<http://n-tv.de>». Véase también Wilhelm Nölling, citado en Hannich, *Die kommende Euro-Katastrophe*, p. 21: “Al parecer, estos países exigieron para dar su aprobación a la reunificación... que no podían evitar que Alemania quedase cautiva, y para conseguirlo, nada mejor, además de la OTAN y la integración europea, que unificar también la moneda”. En un discurso pronunciado en agosto de 2010 el historiador Heinrich August Winkler, profesor emérito de la Universidad Humboldt de Berlín, afirmó que Mitterrand temía que la Comunidad Europea se convirtiese en una zona dominada por el marco alemán que supusiese la hegemonía alemana sobre el continente. El euro fue el precio pagado por la reunificación. Véase Henkel, *Rettet unser Geld!*, pp. 56-58. Recientemente, el acceso a documentos secretos ha corroborado la tesis de que Mitterrand exigió la moneda única a cambio de su aprobación a la unificación. Véase Mik, “Mitterrand forderte Euro als Gegenleistung für die Einheit”, *Spiegel online* (2010), «<http://www.spiegel.de>». <<

[74] En *Die Woche*, 19.9.1997, citado en *Das Weisse Pferd*, “Die Risiken des Euro sind unübersehbar (1)”, en *Das Weisse Pferd – Urchristliche Zeitung für Gesellschaft, Religion, Politik und Wirtschaft* (agosto, 1998), «<http://www.das-weise-pferd.com>».

<<

[75] Véase Henkel, *Rettet unser Geld!*, p. 59. <<

[76] Véase Hannich, *Die kommende Euro-Katastrophe*. <<

[77] Horst Teltschik, *329 Tage: Innenansichten der Einigung* (Berlin: Siedler, 1991), p. 61. <<

[78] Vaubel, “The Euro and the German Veto”, p. 83. <<

[79] Es más, Kohl fue varias veces candidato para el Premio Nobel de la Paz; la última, en 2010. <<

[80] *Spiegel-Special* n.º 2/1998 citado en *Das Weisse Pferd*, “Die Risiken des Euro”. Sobre la tesis de que el gobierno francés consintió la reunificación a cambio de un acuerdo con el alemán sobre la introducción de una moneda única, véase también Ginsberg, *Demystifying the European Union*, p. 249. En la misma línea, Jonas Ljungberg afirma en su introducción a *The Price of the Euro*, ed. Jonas Ljungberg (Nueva York: Palgrave MacMillan, 2004), p. 10: “Al renunciar a la hegemonía del Bundesbank sobre los bancos centrales Kohl se aseguró la conformidad de Mitterrand respecto a la reunificación alemana”. Igualmente, James Foreman-Peck afirma en “The UK and the Euro: Politics versus Economics in a Long-Run Perspective”, en *The Price of the Euro*, ed. Jonas Ljungberg (Nueva York: Palgrave MacMillan, 2004), p. 102: “En cambio, la unión monetaria fue elegida como parte de un acuerdo franco-alemán sobre la reunificación alemana. Se canjeó el marco por un estado unificado. Hacía falta que esta Alemania grande y unida resultase aceptable para Francia, y la unión monetaria fue el precio cobrado por el gobierno francés”. A lo que añade (Foreman-Peck, p. 114): “...se aceptó el euro para dar a Francia más control sobre la política monetaria europea que el que tuvo en tiempos del Bundesbank a cambio del visto bueno francés a la reunificación alemana”. Larsson (“National Policy in Disguise”, p. 163) afirma: “La UME brindó a Francia la oportunidad de captar parte del poder económico de Alemania. Para el canciller de la Alemania federal, Helmut Kohl, la UME era una herramienta para que el resto de Estados miembros de la CE aceptasen la unificación y, por ende, una Alemania más grande y más fuerte en pleno corazón de Europa”. Judt (*Postwar*, p. 640) afirma: “Los alemanes podían tener su unidad, pero a cambio de un precio... Kohl tiene que comprometerse a impulsar el proyecto europeo en forma de condominio franco-alemán [Bonn paga y París dicta las políticas], mientras que Alemania quedaba inserta en una unión más estrecha que nunca cuyos términos —especialmente una moneda común europea— habrían de ser consagrados por un nuevo tratado”. <<

[81] Ambas citas provienen de Vaubel, “The Euro and the German Veto”, pp. 82-83.

<<

[82] Véase Larsson, “National Policy in Disguise”. Alemania está infrarrepresentada no solo respecto a Francia. En el Consejo Alemania posee veintinueve votos, los mismos que el Reino Unido, Francia e Italia, que tienen poblaciones y PIB notablemente más pequeños que los de Alemania. España y Polonia, con casi la mitad de habitantes que Alemania, tienen veintisiete votos. <<

[83] Escribe Bernard Connolly en *The Rotten Heart of Europe*, p. 100: “Desde el punto de vista francés, el objetivo de la UME, al menos en términos monetarios, fue que el Bundesbank quedase en manos francesas”. <<

[84] Acerca de lo acontecido a lo largo de 1983, escribe Connolly en *The rotten Heart of Europe*, p. 30: “La política presupuestaria y salarial francesa había terminado siendo dictada por Alemania... La humillación del gobierno socialista francés era casi total, una especie de 1940 monetario”. Trichet vivió otra humillación más tarde (ibíd., p. 311). <<

[85] Citado en Hannich, *Die kommende Euro-Katastrophe*, p. 22, y en Marsh, *Der Euro*, p. 175. El predecesor de Mitterrand, Valéry Giscard d'Estaing, también temía la hegemonía alemana. Véase Marsh, *Der Euro*, p. 99. También Feldstein, "The Political Economy of the European Political and Monetary Union", p. 28, quien afirma que Francia utilizó la UME para reforzar su influencia frente a Alemania. <<

[86] Connolly, en *The Rotten Heart of Europe*, p. 146, afirma que los banqueros centrales de los países del sur aceptaron políticas monetarias restrictivas con el fin de alcanzar el objetivo de largo plazo representado por la moneda única y de superar en votos a los responsables del Bundesbank: “Su mayor deseo [de las elites del sur] sería verse en una posición en que pudieran contrarrestar a Schlesinger [ex presidente del Bundesbank], o más exactamente a sus sucesores, pero solo lo lograrían si, entre tanto, este club de banqueros centrales se mantenía unido”. <<

[87] See Marsh, *Der Euro*, pp. 47-50. Mitterrand dijo textualmente que quería cortar por lo sano con el capitalismo (Connolly, *The Rotten Heart of Europe*, p. 24). <<

[88] Véase Marsh, *Der euro*, p. 57. Jacques Delors empleó un lenguaje similar para expresar su indignación cuando el Bundesbank no redujo sus tipos de interés para apoyar al franco en 1993: “¿Por qué nos declaran la guerra?” (citado en *The Rotten Heart of Europe*, p. 321). <<

[89] Hannich, *Die kommende Euro-Katastrophe*, p. 22. Marsh, *Der Euro*, p. 172-74.

<<

[90] En 1992 hubo amenazas tácitas similares con motivo de una crisis del franco francés. En aquella ocasión Trichet cuestionó la coalición franco-germana para obtener el apoyo de Alemania. Un responsable del Bundesbank, al ser preguntado por qué no podían aumentarse los mínimos requisitos de reservas que los bancos alemanes deben tener en el Bundesbank para frenar presiones inflacionistas, respondió: “Porque si lo hiciésemos el cielo se oscurecería, cubierto por los escuadrones de aviones Mirage que sobrevolarían el Rin para bombardearnos” (citado en Connolly, *The Rotten Heart of Europe*, p. 180). <<

[91] Citado en Judt, *Postwar*, p. 637. <<

[92] Bandulet, *Die letzten Jahre des Euro*, p. 48. Lo más probable es que Mitterrand estuviese marcándose un farol. No estaba en posición de impedir la reunificación ni siquiera aunque Kohl no hubiese sacrificado el marco. Ni Estados Unidos ni la Unión Soviética presionaron al gobierno alemán para que firmase el Tratado de Maastricht como condición para la reunificación. <<

[93] Véase Marsh, *Der Euro*, p. 263. El Primer Ministro italiano, Giulio Andreotti, advirtió sobre el nuevo Pangermanismo. Lubbers, el Primer Ministro holandés, se oponía a la reunificación, al igual que Thatcher, que sacó de su bolso dos mapas de Alemania durante una reunión en Estrasburgo: uno de antes de la segunda guerra mundial y otro de después. Thatcher afirmó que Alemania volvería a hacerse con todos los territorios que perdió además de con Checoslovaquia. Véase Marsh, *Der Euro*, p. 203. Sobre la preocupación francesa por la hegemonía alemana en Europa, véase también Connolly, *The Rotten Heart of Europe*, pp. 88 y 384. <<

[94] Véase Marsh, *Der Euro*, p. 202. <<

[95] Véase Hans-Hermann Hoppe, “Marxist and Austrian Class Analysis”, *Journal of Libertarian Studies*, 9 (2, 1990): pp. 79-93. <<

[96] Véase Vaubel, “A Critical Analysis of EMU and of Sweden Joining It”. Connelly también trata la cuestión con amplitud en *The Rotten Heart of Europe*, por ejemplo en la p. 205. El gobierno alemán intentó repetidamente influir en el Bundesbank por razones políticas. <<

[97] Sobre el interés de EE.UU. en establecer un banco mundial, véase Murray Rothbard, *Wall Street, Banks, and American Foreign Policy* (Auburn, Ala.: Ludwig von Mises Institute, 1995). <<

[98] Guido Hülsmann, “Political Unification: A Generalized Progression Theorem”, en *Journal of Libertarian Studies*, 13 (1, 1997): pp. 81-96. <<

[99] Véase James Neuger, “Euro Breakup Talk Increases as Germany Loses Proxy”, en *Bloomberg* (14 de mayo de 2010), «<http://www.bloomberg.com>». <<

[100] Sobre el teorema de la centralización política, véase Hülsmann, “Political Unification”. <<

[101] Daniel K. Tarullo, “International Response to European Debt Problems”, testimonio ante el Subcomité sobre Política Monetaria y Comercio Internacional y el Subcomité sobre Política Monetaria Interior y Tecnología, Comité sobre Servicios Financieros, Cámara de Representantes de EE. UU., Washington, D. C. (20 de mayo de 2010), «<http://www.federalreserve.gov>». Daniel Tarullo, miembro del consejo de la Reserva Federal, declaró: “Durante años muchos participantes del mercado habían asumido que una garantía implícita protegía la deuda de los miembros de la Eurozona”. Puede verse una percepción similar sobre la garantía implícita de rescate en John Browne, “Euro Fiasco Threatens the World”, *Triblive* (18 de julio de 2010), «<http://www.pittsburghlive.com>», y en Robert Samuelson, “Greece and the Welfare State in Ruins”, *Real Clear Politics* (22 de febrero de 2010), «<http://www.realclearpolitics.com>». Esta percepción comenzó a cambiar cuando las deudas de los gobiernos de la periferia de la UME empezaron a aumentar vertiginosamente durante la crisis. Los políticos alemanes señalaron los problemas de un hipotético rescate. En ese momento el interés del bono griego aumentó en relación con el del alemán, lo cual reflejó el riesgo real de suspensión de pagos. <<

[102] Esto la Fed lo hace muy bien. Como ha demostrado Lawrence White en “The Federal Reserve System’s Influence on Research in Monetary Economics”, en *Econ Journal Watch*, 2 (2, 1995): pp. 325-354, en el año 2002 cerca del 74% de los artículos académicos sobre teoría monetaria se publicaron en revistas editadas por la Fed o fueron escritos por economistas de plantilla de la Fed. <<

[103] Puede encontrarse una buena comparación entre el BCE y la Fed, que también incluye el detalle de su organización, en Stephen G. Cecchetti y Roisin O’Sullivan, “The European Central Bank and the Federal Reserve”, en *Oxford Review of Economic Policy*, 19 (1, 2003): pp. 30-43. <<

[104] Véase Federal Reserve, “The Federal Reserve System: Purposes and Functions”, 9.^a ed. (2005), «<http://www.federalreserve.gov>», pp. 39-40. <<

[105] Ibíd., p. 50. <<

[106] Véase Rita Nazareth y Gavin Serkin, “Stocks, Commodities, Greek Bonds Rally on European Loan Package”, *Bloomberg* (10 de mayo de 2010), «[http://noir,bloomberg.com](http://noir.bloomberg.com)». <<

[107] Sería más preciso referirse al “Eurosistema” en lugar de al BCE. El Eurosistema está compuesto por los bancos centrales de los Estados miembros más el BCE. No obstante, dado que los bancos centrales solo ejecutan las órdenes del BCE dentro de sus respectivos países, se suele simplificar usando el término BCE. <<

[108] Desarrollé este argumento en un artículo científico publicado en *The Independent Review* [Philipp Bagus, “The Tragedy of the Euro”, *The Independent Review*, 15 (4, 2011)]. Este capítulo se basa en aquel artículo y amplía la explicación allí ofrecida. <<

[109] Ludwig von Mises, *Human Action*, Scholar's Edition (Auburn, Ala.: Ludwig von Mises Institute, 1998), p. 651. Es necesario subrayar que aquí me referiré a las externalidades, tanto positivas como negativas, que resultan de la mala definición o protección de los derechos de propiedad, y no a las consecuencias psicológicas o monetarias de las acciones. Cultivar flores en un jardín puede tener efectos positivos o negativos en el bienestar del vecino. Dichos efectos se suelen denominar externalidades psicológicas. Los investigadores hablan también de otro tipo de externalidades. Si se construye una sala de cine junto a un restaurante, el dueño de este experimentará efectos monetarios positivos en la medida en que su número de clientes aumente debido a la actividad del cine. También pudieran generarse externalidades negativas para restaurantes alternativos. Estos efectos se conocen como externalidades pecuniarias. Al tratar en este capítulo las externalidades, no incluyo ni los efectos psicológicos ni los monetarios de las acciones. Cualquier acción es susceptible de producir estos efectos. Me ocuparé de los efectos de las acciones derivados de la propiedad mal definida o mal protegida. En términos de la ortodoxia de la bibliografía sobre la cuestión analizaré lo que se conoce como externalidades tecnológicas. <<

[110] Sobre la calidad del dinero, véase Philipp Bagus, “The Quality of Money”, *Quarterly Journal of Austrian Economics*, 12 (4, 2009): pp. 41-64. <<

[111] En Hans Sennholz, *Money and Freedom* (Spring Mills, Filadelfia: Libertarian Press, 1985) se puede encontrar una descripción de las intervenciones del gobierno en el sistema monetario y una propuesta de reforma. <<

[112] Garrett Hardin, “The Tragedy of the Commons”, *Science*, New Series, 162 (3859, 1968): pp. 1243-1248. <<

[113] Hans-Hermann Hoppe, *Democracy – The God that Failed* (Rutgers, NJ: Transaction Publishers, 2001). <<

[114] Huerta de Soto, *Dinero, crédito bancario y ciclos económicos*, p. 518. <<

[115] George A. Selgin y Lawrence H. White, “In Defense of Fiduciary Media, or We are Not (Devo)lutionists, We are Misesians!”, en *Review of Austrian Economics*, 9 (2, 1996), nota a pie n.º 12, no distinguen entre externalidades pecuniarias y tecnológicas. Tampoco entienden que suponga una violación de los derechos de propiedad la emisión de medios fiduciarios ni que haya diferencia entre emitir medios fiduciarios y extraer oro de las minas dentro de un patrón oro. Sin embargo, hay diferencias importantes. Ambas prácticas afectan al nivel de precios, pero una viola los derechos de propiedad privada y la otra no. Huerta de Soto en *Money, Bank Credit and Economic Cycles*, y Hans-Hermann Hoppe, Jörg Guido Hülsmann y Walter Block en “Against Fiduciary Media”, *Quarterly Journal of Austrian Economics*, 1 (1, 1998): pp. 19-50, han señalado las importantes diferencias en los cambios en el nivel de precios provocados por incrementos de la oferta monetaria con y sin violación de los derechos de propiedad. <<

[116] Huerta de Soto, *Dinero, crédito bancario y ciclos económicos*. <<

[117] Hardin, “The Tragedy of the Commons”. <<

[118] Es difícil calcular cuánta deuda pública de los gobiernos de la UE está en poder de los bancos europeos. Puede rondar el 20%. El resto se encuentra repartido entre aseguradoras, fondos monetarios, fondos de inversión, y gobiernos y bancos extranjeros. Las instituciones del sector privado que invierten en deuda pública lo hacen en parte porque los bancos generan una demanda estable para este tipo de garantías tan apreciadas. Por desgracia, no se sabe qué cantidad de la deuda pública emitida termina teniendo al Eurosistema como garantía, dado que el BCE no publica esta información. <<

[119] Sobre el funcionamiento de la UME y las reglas del Sistema de Activos de Garantía del BCE, véase *The Implementation of Monetary Policy in the Euro Area: General Documentation on Eurosystem Monetary Policy Instruments and Procedures* (noviembre, 2008), disponible en «<http://www.ecb.int>». <<

[120] Además de la monetización directa de la deuda pública, también se da otra indirecta en el sistema financiero. Los agentes del mercado saben que los bancos centrales compran deuda pública y que la aceptan como garantía preferente. Los bancos compran deuda pública por el trato de favor que recibe y con ello garantizan la liquidez del mercado y empujan los tipos de interés a la baja. Por otro lado, los fondos de inversión, los fondos de pensiones, las aseguradoras y los inversores privados, conocedores de que existe un mercado muy líquido de deuda pública y una fuerte demanda por parte de la banca, la compran también. De ahí que esta clase de títulos resulte muy líquida y tan buena como la base monetaria. A menudo sirven para producir más base monetaria. En otras ocasiones se emplean como reserva susceptible de ser convertida en base monetaria si es preciso. Por todo ello, el dinero nuevo creado mediante expansión crediticia a menudo termina sirviendo para comprar deuda pública líquida y monetizándola de modo indirecto. Imagine que el gobierno ha incurrido en déficit y emite bonos. El sistema bancario adquiere parte de la emisión y la usa para aumentar sus reservas a través del banco central, que compra los bonos o concede préstamos aceptándolos como garantía. El sistema bancario utiliza las nuevas reservas para expandir el crédito y conceder préstamos, por ejemplo, al sector de la construcción. Con estos préstamos los constructores compran factores de producción y pagan a sus trabajadores. Estos colocan parte del dinero en fondos de inversión, que a su vez lo utilizan para comprar deuda pública. Ocurre, por tanto, una monetización indirecta. Parte del dinero creado por el sistema de banca con reserva fraccionaria termina comprando deuda pública debido al trato preferente (la posibilidad de monetización directa) que les otorga el banco central. <<

[121] Además, se sienta un precedente perjudicial cuando se rescata mediante expansión monetaria a los bancos tenedores de la deuda de los gobiernos. Estos bancos, sabedores de que serán rescatados y de que el banco central comprará sus títulos de deuda pública seguirán actuando con imprudencia y financiando a los gobiernos irresponsables. <<

[122] Sobre los alicientes de convertir la propiedad pública en una tragedia de los bienes comunales “pura” y eliminar cualquier límite a su explotación, véase Philipp Bagus, “La tragedia de los bienes comunales y la escuela austriaca: Hardin, Hoppe, Huerta de Soto y Mises”, en *Procesos de Mercado: Revista Europea de Economía Política*, 1 (2, 2004), pp. 125-134. <<

[123] Citado en Connolly, *The Rotten Heart of Europe*, p. 271 (nota al pie). <<

[124] Véase Gabi Thesing y Flaiva Krause-Jackson, “Greece gets \$146 Billion Rescue in EU, IMF Package”, *Bloomberg* (3 de mayo de 2010), «<http://noir.bloomberg.com>».

<<

[125] Véase Nazareth y Serkin, “Stocks, Commodities, Greek Bonds”. <<

[126] Más concretamente, el BCE ha confeccionado una lista con los activos que los bancos centrales de los Estados miembros del Eurosistema pueden presentar como garantía. <<

[127] Véase Marc Jones, “EU Will Accept Even Junk-rated Greek Bonds”, *Reuters* (3 de mayo de 2010), «<http://in.reuters.com>». <<

[128] Dentro del Eurosistema, el análisis del valor de mercado y del ajuste de los márgenes de los activos de garantía responde a varios factores. En primer lugar, mantener los valores de mercado de todos los activos y actualizarlos puntualmente no es una tarea fácil. En segundo, para muchos activos de garantía (titulizaciones hipotecarias, por ejemplo) no existe un mercado amplio capaz de proporcionar un precio de liquidez razonable. En tercero, para muchos activos el precio de mercado está determinado al menos en parte por su liquidez, que a su vez depende de la disponibilidad de fondos provenientes del Eurosistema, de modo que “valorar a precio de mercado” es una práctica de naturaleza circular. En cuarto, en caso de grave deterioro de las condiciones del mercado —y, por tanto, del valor de los activos de garantía— podría ocurrir que un ajuste de los márgenes en el Eurosistema fuese la gota que colmase el vaso que llevase a la insolvencia a una institución de crédito. Cuesta creer que el Eurosistema estuviese dispuesto a aceptar las consecuencias políticas de una acción de este tipo, lo cual pone en entredicho el valor práctico del valor de mercado y del mecanismo de márgenes. Doy las gracias a Robin Michaels por llamar mi atención sobre esta cuestión. <<

[129] Estos recortes de valoración suelen ser artificialmente bajos, pues a menudo subestiman el riesgo de incumplimiento de la deuda tal y como lo perciben los mercados. El Centro de Estudios Geoeconómicos (Center for Geoeconomic Studies), en su trabajo titulado “Greek Debt Crisis – Apocalypse Later”, publicado en *Council on Foreign Relations* (2 de septiembre de 2010), «<http://blogs.cfr.org>», utilizó el diferencial entre el rendimiento del bono alemán y el del bono griego para calcular qué percepción tenía el mercado sobre la probabilidad de que Grecia suspendiese pagos. A finales de abril de 2010, dicha probabilidad era del 80%. En las operaciones de préstamo del BCE a los bonos con un plazo residual de diez años se les aplica un recorte de valoración de solo un 4%-5%. <<

[130] David Tweed y Simone Meier, “Trichet Indicates ECB Bond Purchases Not Unanimous”, en *Bloomberg* (10 de mayo de 2010), «<http://noir.bloomberg.com>». <<

[131] Dos factores propician las actuaciones irresponsables y la emisión excesiva de deuda pública. Por un lado, el funcionamiento del Eurosistema y la garantía implícita de rescate por parte del BCE; por otro, la garantía implícita de rescate por parte del resto de los gobiernos. <<

[132] Véase James Buchanan y Gordon Tullock, *The Calculus of Consent. Logical Foundations of Constitutional Democracy* (Ann Arbor, MI: University of Michigan Press, 1962), y Hoppe, *Democracy – The God that Failed*. <<

[133] Véase Michael M. Hutchison y Kenneth M. Kletzer, “Fiscal Convergence Criteria, Factor Mobility, and Credibility in Transition to Monetary Union in Europe”, en *Monetary and Fiscal Policy in an Integrated Europe*, eds. Barry Eichengreen, Jeffry Frieden y Jürgen von Hagen (Berlín, Heidelberg: Springer, 1995), p. 145. <<

[134] Véase Ludwig von Mises, *Omnipotent Government: The Rise of the Total State and Total War* (New Haven: Yale University Press, 1944), «<http://mises.org>», cap. 3.

<<

[135] Sobre el bloqueo comercial y la hambruna que provocó, véase Ralph Raico, “The Blockade and Attempted Starvation of Germany”, Mises.org daily article (7 de mayo de 2010), [C. Paul Vincent, *The Politics of Hunger: Allied Blockade of Germany, 1959-1919* (Atenas, Ohio: Ohio University Press, 1985). Esta reseña apareció por primera vez en *Review of Austrian Economics*, 3 n.º 1.] «<http://mises.org>». <<

[136] Véase Ginsberg, *Demystifying the European Union*, p. 387. <<

[137] *Ibíd.*, pp. 257-260. <<

[138] Véase Dutchnews.nl, “Dutch are Biggest EU Net Payers: PVV” (14 de enero de 2010), «<http://www.dutchnews.nl>». <<

[139] Hannich, *Die kommende Euro-Katastrophe*, p. 30. <<

[¹⁴⁰] Citado en Roland Baader, *Die Euro-Katastrophe*, p. 163. <<

[141] Véase Alkman Granitsas y Paris Costas, “Greek and German Media Tangle over Crisis”, *The Wallstreet Journal* (24 de febrero de 2010), «<http://online.wsj.com>». <<

[142] Véase Hoeren and Santen, “Griechenland-Pleite”. <<

[143] Véase Tobias Bayer, “Hilfen für Hellas: Kehrtwende kratzt an Glaubwürdigkeit der EZB”, *Financial Times Deutschland* (2010), «<http://www.ftd.de>». <<

[144] Véase Maria Petrakis y Meera Louis, “EU Backs Greek Deficit Plan: Papandreou Offers Cuts”, *Bloomberg* (3 de febrero de 2010), «<http://noir.bloomberg.com>». <<

[145] Véase Beat Balzli, “How Goldman Sachs Helped Greece to Mask its True Debt”, *Spiegel online* (2010), «<http://www.spiegel.de>». <<

[146] Véase Andreas Illmer, “Merkel Rules Out German Bailout for Greece”, *Deutsche Welle* (1 de marzo de 2010), «<http://www.dw-world.de>». <<

[147] Véase Daniel Hannan, “Germans! Stop Being Ripped Off!”, *Telegraph.co.uk* (27 de marzo de 2010), «<http://blogs.telegraph.co.uk>». <<

[148] Telebörse.de, “EZB öffnet Büchse der Pandora”, *Dossier* (10 de mayo de 2010), <<http://www.teleboerse.de>>. <<

[149] Véase Helga Einecke y Martin Hesse, “Kurz vor der Apokalypse”, *Süddeutsche Zeitung* (16 de junio de 2010), «<http://www.sueddeutsche.de>», y ECB, *Monthly Bulletin: June* (2010), «<http://www.ecb.int>», pp. 37-40. <<

[150] Jörg Eigendorf *et al.*, “Chronologie des Scheiterns”, en *Welt.online* (16 de mayo de 2010), «<http://www.welt.de>». <<

[151] Véase Banco de Pagos Internacionales, “International Banking and Financial Markets Development”, *BIS Quarterly Report* (junio de 2010), pp. 18-22. <<

[152] Véase Spiegel.online, “Deutschland weist Bericht über Sarkozy-Ausraster zurück”, *Spiegel.online* (14 de mayo de 2010), «<http://www.spiegel.de>». <<

[153] La lista de tributos exigidos a Alemania es larga. En septiembre de 2010 el gobierno alemán terminó por fin de pagar las últimas deudas por reparaciones de la primera guerra mundial. Antes del “paracaídas” Alemania pagaba a la UE un 89% más de lo que le hubiera correspondido teniendo en cuenta su renta *per capita*. El importe de lo pagado en exceso alcanzó los 70.000 millones de euros en la década desde 1999 a 2009. Véase Henkel, *Rettet unser Geld!*, p. 139. <<

[154] Sobre el descalce de plazos, sobre su fomento mediante intervenciones como el privilegio del ejercicio de la banca con reserva fraccionaria, la banca central y las garantías de rescate por parte de los gobiernos, y sobre las perturbaciones que ocasiona en la economía real, véase Philipp Bagus, “Austrian Business Cycle Theory: Are 100 Percent Reserves Sufficient to Prevent a Business Cycle”, en *Libertarian Papers*, 2 (febrero de 2010). <<

[155] Véase Wolfgang Reuter, “German Central Bankers Suspect French Intrigue”, en *Spiegel.online* (31 de mayo de 2010), «<http://www.spiegel.de>». <<

[156] Véase Ambrose Evans-Pritchard, “Axa Fears ‘Fatal-Flaw’ Will Destroy Eurozone”, en *Telegraph.co.uk* (14 de junio de 2010), «<http://www.telegraph.co.uk>».

<<

[157] Philipp Bagus, “The Fed’s Dilemma”, en *Mises.org daily* (8 de octubre de 2009), [«http://mises.org»](http://mises.org). <<

[158] Philipp Bagus y Markus Schiml, “A Cardiograph of the Dollar’s Quality: Qualitative Easing and the Federal Reserve Balance Sheet During the Subprime Crisis”, en *Prague Economic Papers*, 19 (marzo de 2010): pp. 195-217. <<

[159] Para más información, véase Philipp Bagus y Markus Schiml, “New Modes of Monetary Policy: Qualitative Easing by the Fed”, en *Economic Affairs*, 29 (febrero de 2009): pp. 46-49. Pueden encontrarse estudios sobre las prácticas contables de la Reserva Federal en Bagus y Schiml, “A Cardiograph of the Dollar’s Quality” y “New Modes of Monetary Policy”; sobre las del BCE, véase Philipp Bagus y David Howden, “The Federal Reserve and Eurosystem’s Balance Sheet Policies During the Subprime Crisis: A Comparative Analysis”, en *Romanian Economic and Business Review*, 4 (marzo de 2009): pp. 165-85, y Philipp Bagus y David Howden, “Qualitative Easing in Support of a Tumbling Financial System: A Look at the Eurosystem’s Recent Balance Sheet Policies”, en *Economic Affairs*, 21 (abril de 2009): pp. 283-300. <<

[160] Sobre la posibilidad de recapitalización y sus problemas, véase Bagus y Howden, “The Federal Reserve and Eurosystem’s Balance Sheet Policies” y “Qualitative Easing in Support of a Tumbling Financial System”. <<

[161] Véase Roland Vaubel, “Eine andere Interpretation des Weber Rücktritts”, 2011, «<http://wirtschaftlichefreiheit.de/>». <<

[162] Citado en Frank Schäffler, “Europäischer Stabilitätsmechanismus (ESM)”, 2011, *Schriftliche Erklärung*, «www.frank-schaeffler.de». <<

[163] Hans Werner Sinn, “Deutschland: Die Lotsen gehen von Board”, 2011, «www.mmnews.de». <<

[164] Véase Juan Ramón Rallo, “Portugal: Una década (mal)viviendo del crédito barato”, *juanramonrallo.com* (23 de marzo de 2011), «<http://www.juanramonrallo.com>», y Juan Ramón Rallo, “España sí es Portugal”, *juanramonrallo.com* (29 de marzo de 2011), «<http://www.juanramonrallo.com>». <<

[165] Véase Philipp Bagus, “The Fed’s Dilemma”, *Mises.org daily* (8 de octubre de 2009), «<http://mises.org>». <<

[166] Véase Robert Lindsay, “ECB in U-turn on Junk Bonds to Save Greek Banking System”, *Times Online* (4 de mayo de 2010), «<http://business.timesonline.co.uk>». La agencia de calificación Fitch fue la última de las tres grandes en rebajar la deuda de Grecia al nivel del bono basura el 14 de enero de 2011. <<

[167] Véase Bob Davis, “Who’s on the Hook for the Greek Bailout?”, *The Wallstreet Online* (5 de mayo de 2010), «<http://online.wdj.com>». <<

[168] Está por ver si participarán países que paguen intereses superiores al 5%. Tagesschau, “Müss Deutschland noch mehr zahlen?”, *Tagesschau* (6 de mayo de 2010), «<http://www.tagesschau.de>». <<

[169] La suspensión de pagos (parcial) de un gobierno no tiene por qué significar necesariamente su salida de la Eurozona. No obstante, podría provocar una crisis en el sistema bancario europeo y que los gobiernos se desprendan masivamente de los bonos de los demás. La obligación de pagar intereses más altos en estos bonos probablemente provocase el hundimiento de estos gobiernos. Como la situación podría ser desesperada, los gobiernos han intentado evitarla negándose hasta ahora a aceptar los recortes. Es más, en la mayoría de los países la suspensión de pagos no bastaría por sí sola para reducir el déficit sustancialmente. Los pagos de intereses sobre la deuda viva representan solo la parte más pequeña de los déficits. (Según Desmond Lachman [2010, 31]: “Aunque Grecia e Irlanda hubieran logrado reducir a la mitad sus déficits públicos en 2009 mediante una reestructuración, habrían seguido teniendo déficits presupuestarios superiores al 10% del PIB”). Los gobiernos que quisieran eludir las medidas de austeridad y las reformas estructurales tendrían que salir de la Eurozona para resolver sus problemas de déficit creando inflación. Inmediatamente, esta devaluación implícita empobrecería a sus ciudadanos. <<