

El aniversario del euro y la crisis financiera

*Manuel Conthe Gutiérrez**

Presidente del Consejo Asesor de Expansión y Actualidad Económica

SUMARIO

PRINCIPIOS RECTORES
POLÍTICA MONETARIA Y FINANCIERA
REGLAS FISCALES
EURO Y UNIÓN POLÍTICA

* Manuel Conthe fue presidente de la CNMV y Secretario de Estado de Economía

La amarga constatación de que la Unión Europea está sumida en la recesión económica más profunda de sus 50 años de historia ha ensombrecido la celebración, el 1º de enero de 2009, del décimo aniversario del lanzamiento del euro.

En efecto, desvanecida la inicial esperanza de que la crisis financiera que se inició en Estados Unidos en 2007 pasara casi inadvertida en la Unión Europea y en el resto del mundo, las recientes previsiones de la Comisión Europea vaticinan que en 2009, tanto la Unión Europea en su conjunto como la zona euro, sufrirán una contracción real del Producto Interior Bruto (PIB) agregado próxima al 2%, similar a la pronosticada para Estados Unidos.

La intensidad de la crisis económica es consecuencia de una perversa interacción entre la crisis del sistema financiero –derivada del sobre-endeudamiento y de un brusco cambio de ciclo en el mercado inmobiliario de Estados Unidos y de muchos otros países (entre ellos, Reino Unido, Irlanda y España)– y la súbita pérdida de confianza de las empresas, consumidores e inversores, muchos de ellos atezados por un elevado nivel de endeudamiento contraído durante la etapa de bonanza o por la falta de nuevo crédito, dada la reticencia de los bancos a otorgarlo tras el inicio de la crisis. Esa brusca contracción de la demanda de consumo e inversión privada, al influir adversamente sobre el precio de muchos activos, las perspectivas de empleo y la solvencia de muchos prestatarios, ha agravado la crisis financiera y provocado un círculo vicioso.

Para cortarlo, las autoridades monetarias y fiscales de Estados Unidos y, más tarde, de los restantes países se han visto abocados a adoptar medidas extraordinarias, impensables hasta hace poco: apertura de líneas de especiales de liquidez para entidades de crédito, recapitalización e incluso nacionalización de bancos privados, otorgamiento de garantías a emisiones de deuda de entidades financieras o ambiciosos programas de estímulo fiscal, basados en el aumento de las inversiones públicas o las reducciones de impuestos.

La intensidad de la crisis constituye un gran desafío para la Unión Europea y para la Unión Económica y Monetaria (UEM), un proyecto que, culminado con la firma en 1992 del Tratado de Maastricht y el lanzamiento del euro el 1º de enero de 1999, se gestó en una época en la que ni se daban –ni se recordaban– períodos económicos tan turbulentos. Imperaba entonces una concepción de política económica que reposaban en la confianza en el buen funcionamiento de los mercados financieros privados y del sector privado. Como se expone a continuación, la intensidad de la crisis económica ha hecho que las instituciones y autoridades europeas se vieran obligadas a adaptarse a las nuevas y extraordinarias circunstancias y adoptar medidas pragmáticas sobre las que el Tratado, concebido bajo otras circunstancias, es muy parco. La prolongación de la crisis podrá provocar tensiones y

poner a prueba la solidez de la modesta «Unión Política» que se pactó en paralelo a la moneda única.

PRINCIPIOS RECTORES

La UEM se gestó en una época en la que la concepción económica dominante era la visión ultraliberal que empezó a dominar el mundo académico, financiero y político desde la llegada al poder, a principios de los años 80, de Ronald Reagan en Estados Unidos y de la Sra. Thatcher en el Reino Unido. De acuerdo con esa concepción –que sus críticos llaman despectivamente «neo-liberal» y que en el ámbito internacional se denominó «consenso de Washington»–, el sector privado y los mercados financieros funcionan con eficacia cuando pueden hacerlo sin cortapisas; y los grandes problemas económicos y amenazas a la estabilidad financiera proceden siempre del sector público, ya sea por el descontrol del gasto público y de la tendencia al déficit presupuestario consustancial a tantas democracias, ya del exceso de reglamentación, intervencionismo o tributación impuesto por las Administraciones públicas sobre el sector privado.

Desde esta concepción, la política monetaria debe ser gestionada por un banco central independiente del Gobierno que tenga por objetivo prioritario mantener a raya la inflación y que no ponga su política monetaria al servicio de las necesidades de financiación del sector público, ni la entremezcle con responsabilidades de supervisión bancaria; la política presupuestaria debe mantener una Hacienda pública saneada y un nivel de deuda pública moderado, que permitan el juego coyuntural de los «estabilizadores automáticos», pero sin caer en políticas discrecionales expansivas de corte keynesiano, que degeneran con facilidad en déficits presupuestarios estructurales difíciles de erradicar; y serán las políticas «estructurales» o «de oferta» (desregulación de los mercados, privatización de empresas públicas, supresión de subvenciones y ayudas públicas, estímulo de la competencia, eliminación de barreras al comercio e integración de los mercados...) las que sienten las bases de un crecimiento «duradero y no inflacionista».

Un corolario de ese enfoque es el desinterés por el nivel de endeudamiento y necesidades de financiación del sector privado: la adecuada evaluación y gestión de riesgos por las entidades financieras y gestores privados impedirán que se produzcan episodios de sobre-endeudamiento o insostenibles «burbujas» especulativas en el precio de los activos financiados, ya sean inmuebles o empresas. Tampoco se otorgará gran relevancia a las balanzas de pagos y necesidades de financiación agregadas de los países que comportan una misma moneda: bastará con controlar el nivel de endeudamiento y déficit del sector público, pues –desde esta concepción– el endeudamiento privado no será una fuente de vulnerabilidad. De ahí, por ejemplo, que en los criterios de convergencia para acceder al euro que estableció el Tratado de Maastricht hicieran abstracción de la situación de la balanza de pagos por cuenta corriente de los países candidatos: sólo tomaron en cuenta el nivel de déficit y endeudamiento públicos.

La mayor parte de las ideas que conforman ese credo liberal conservan incólume su validez. Pero la experiencia internacional de la última década han puesto de relieve que en ocasiones las vulnerabilidades no proceden del sector público, sino que se gestan en el sector privado y en la excesiva «exuberancia» de los mercados financieros, que ni siempre son eficientes y valoran adecuadamente los riesgos, ni disponen de mecanismos automáticos que restablecen su estabilidad cuando ésta sufre una perturbación grave. Ejemplos de crisis graves procedentes del sector privado fueron la crisis del Sudeste Asiático de 1997-1998; la «burbuja tecnológica» de los años 90, cuya violenta crisis sacudió las Bolsas de Estados Unidos y muchos otros países en la primavera del 2000; los escándalos y fraudes corporativos que afloraron en Estados Unidos en el período 2001-2002 (Enron, Worldcom...); y la grave «burbuja especulativa» y excesiva expansión del crédito que ha vivido el sector inmobiliario en Estados Unidos y en muchos otros países, cuya brusca corrección ha sido el principal factor explicativo de la crisis en ciernes. El sorprendente descubrimiento a finales de 2008 de la gran pirámide financiera que gestionó durante años Bernard Madoff desde Nueva York no ha hecho sino corroborar la ingenuidad de la fe ciega en el buen funcionamiento espontáneo de los mercados financieros privado: por desgracia, también los excesos, errores e incluso fraudes de los gestores privados pueden desembocar, andando el tiempo, en graves crisis económicas.

POLÍTICA MONETARIA Y FINANCIERA

Precisamente tras la crisis bursátil que desencadenó el año 2000 el derrumbe de los valores tecnológicos (la llamada «crisis dot-com»), se inició un debate internacional sobre si la política monetaria, además de mantener bajo el ritmo de aumento de los precios de bienes y servicios, debía tomar también en cuenta el de los activos financieros y reales (cotizaciones bursátiles, precio de la vivienda...) y, en su caso, adoptar medidas preventivas para frenar períodos de «exuberancia irracional» y euforias bursátiles o inmobiliarias. Los defensores de esa idea señalaban que, alentadas por la expansión del crédito, podían desembocar en posteriores fases de inestabilidad financiera y económica, cuando los desequilibrios se hicieran insostenibles. Desgraciadamente, en aquellos debates internacionales terminó prevaleciendo el punto de vista de la Reserva Federal de los Estados Unidos, según el cual la tarea primordial de la política monetaria es mantener controlada la inflación, no luchar contra los episodios de excesiva expansión crediticia y de euforia financiera.

Aquel debate tuvo un reflejo indirecto en las discusiones internas en el seno del Banco Central Europeo (BCE) sobre el peso que debía otorgarse a los distintos «pilares» sobre los que descansaba la política monetaria única. En efecto, desde sus orígenes el BCE había establecido que su política monetaria estaría basada en «dos pilares»: el primero, el crecimiento de los agregados monetarios, un enfoque al que siempre había atribuido especial relevancia el Bundesbank; y el segundo, diversos indicadores y previsiones de

inflación y del nivel de actividad económica en la zona euro. En lo que atañe al primer pilar, el BCE fijó inicialmente para el crecimiento anual de la magnitud monetaria básica (M_3) un «nivel de referencia» del 4'5%, que se comprometió a revisar periódicamente. Ocurrió, sin embargo, que la magnitud monetaria M_3 creció año tras año sistemáticamente por encima del citado nivel de referencia, sin que el BCE ni tomara en cuenta esa circunstancia para elevar, o rebajar menos, sus tipos de interés, ni tampoco elevara el teórico «nivel de referencia». Vista, pues, la aparente falta de relevancia práctica de ese teórico nivel de referencia, se suscitó si no había llegado el momento de prescindir del «pilar monetario», que muchos consideraban un caduco vestigio del enfoque cuantitativo del Bundesbank alemán. Como solución salomónica, en mayo de 2003 el BCE acordó dejar de revisar anualmente ese nivel de referencia: los defensores del «pilar monetario» no vieron en ello una derrota, sino la transformación del 4'5% en un «valor eterno»; pero la opinión mayoritaria fue que con esa decisión el BCE arrumbaba discretamente el viejo «pilar monetario» y, como tantos Bancos Centrales, reconocía que guiaba directamente sus decisiones por sus previsiones de inflación («*inflation targeting*»).

Retrospectivamente, cabe preguntarse si no hubiera sido preferible que, como defendía el Bundesbank, el BCE hubiera dado mayor relevancia al «pilar monetario» y mantenido más elevado su nivel de tipos de interés: eso habría atemperado la intensidad del ciclo expansivo inmobiliario y del crédito que vivimos varios países de la zona euro –entre ellos, Irlanda y España–. Late aquí, en el fondo, una gran paradoja. Uno de los argumentos esgrimidos en su día por los críticos de la UEM era que en una unión monetaria la política monetaria era de «talla única» (*one-size-fits-all*) y para países como España podría actuar como un «corsé deflacionista» que limitara nuestro crecimiento. En la práctica, sin embargo, el verdadero problema fue el contrario: el olvido del «pilar monetario» de raigambre alemana hizo que la política monetaria común fijada por el BCE resultara para España demasiado expansiva y, a consecuencia de nuestro elevado diferencial de inflación, se tradujera en tipos de interés reales negativos, lo que atizó la «burbuja inmobiliaria» y exacerbó el problema del excesivo endeudamiento externo que nuestra economía padece.

Iniciadas las tensiones en los mercados financieros en la segunda mitad de 2007, el BCE dio una notable muestra de agilidad al mantener un neto distinguo entre su política de tipos de interés –guiada por el objetivo de estabilidad de precios– y su política de provisión de liquidez a corto plazo a las entidades bancarias, lo que le llevó a efectuar desde agosto de 2007 inyecciones extraordinarias de liquidez y, más tarde, a alargar el plazo al que la proporciona. La experiencia mostró que la política de garantías exigida por el BCE a las entidades prestatarias de sus fondos eran mucho más ágiles y flexibles que las aplicadas por otros bancos centrales –como la Reserva Federal o el Banco de Inglaterra–, que se vieron forzados a flexibilizarlas con urgencia.

Se ha dicho que el BCE tardó luego mucho tiempo en darse cuenta de la profundidad de la desaceleración económica que se cernía sobre la UE y que erró en el verano de 2008 al elevar hasta el 4'25% su tipo de interés para luchar contra las tensiones inflacionistas que estaba provocando la escalada del precio del petróleo. Pero lo cierto es que con posterioridad el BCE ha acomodado con relativa rapidez sus tipos a la brusca caída del nivel de actividad, hasta situarlos en el 2% a principios de 2009.

En lo que atañe al objetivo último de la política monetaria, el Tratado acertó al utilizar la expresión «estabilidad de precios», una expresión simétrica que atribuye al BCE la responsabilidad tanto de prevenir la inflación como la deflación (esto es, una caída general, apreciable y persistente del nivel absoluto de precios). Durante los años iniciales de la UEM la coyuntura económica expansiva hizo que el objetivo de estabilidad se interpretara como un «límite» del 2% a la tasa de inflación de la zona euro. Con posterioridad, sin embargo, el BCE refinó la formulación del objetivo, y señaló que el aumento de precios no debe superar el 2% anual, pero debe estar «próximo» a ese nivel. Con ello reconoció que el BCE deberá luchar no sólo contra la inflación, sino también contra una eventual deflación, un peligroso e infrecuente proceso que, al elevar el valor real de las deudas y favorecer la postergación del consumo, pueda agravar una recesión económica y transformarla, como ocurrió en Estados Unidos en los años 30, en una «depresión».

La crisis de los mercados financieros ha puesto de manifiesto la conexión entre los problemas de liquidez de las entidades y mercados financieros —que han entrañado fuertes caídas en el precio de muchos activos financieros— y el deterioro general del nivel de recursos propios y de solvencia de las entidades de crédito. Esta última ha obligado a que los Estados se hayan visto obligados a adoptar medidas de apoyo a favor de sus entidades de crédito, con el fin de reforzar su nivel de capital, aumentar la garantía de sus depósitos o facilitar su financiación en los mercados de deuda. Los acontecimientos han revelado la íntima conexión entre la supervisión de las entidades de crédito, la estabilidad de los mercados financieros y la política de liquidez de los bancos centrales. El Tratado de Maastricht prefirió no atribuir al BCE función alguna en materia de supervisión de entidades financieras (sin perjuicio de que aquellos Bancos Centrales nacionales que, como el Banco de España, tuvieran atribuidas tales funciones pudieran seguir ejerciéndolas). Pero tampoco quiso cerrar definitivamente la puerta a esa posibilidad, y en el artículo 105.6 contempló la posibilidad de que, por decisión unánime de los Estados miembros, puedan atribuírsele funciones de supervisión de entidades de crédito y otras entidades financieras distintas a las de seguros. No cabe descartar que tal decisión pueda adoptarse en el futuro, especialmente en relación a las entidades de crédito de la Unión Europea cuya dimensión o ámbito de operaciones sea mayor.

La gravedad de la crisis financiera ha puesto en entredicho, en fin, uno de los pilares esenciales de la integración económica: el Mercado Financiero

Único. El principal factor perturbador ha sido la aprobación por cada Estado miembro de medidas de apoyo a favor de «sus» entidades de crédito. El carácter inevitable y urgente de tales «ayudas de Estado» ha hecho que la Comisión Europea, tras analizarlas individualmente, las autorizara. Pero no cabe duda de que entrañan una significativa «re-nacionalización» de un mercado –el bancario– que incluso antes de la llegada de la crisis seguía todavía fragmentado en mercados nacionales, donde las fusiones y adquisiciones trans-fronterizas, aunque en ascenso, eran todavía más la excepción que la regla.

REGLAS FISCALES

Durante la negociación del Tratado de Maastricht, el Reino Unido, a la sazón gobernado por el Partido Conservador, se opuso con obstinación a la inclusión de reglas imperativas que limitaran el nivel de déficit presupuestario o Deuda Pública de los Estados miembros, arguyendo que sería la presión de los mercados financieros la que les obligaría a conducirse de forma prudente. Para evitar que la disciplina ejercida por los mercados financieros sobre cada Estado se viera mitigada por la expectativa de que otros Estados miembros, o la propia Unión Europea, se hicieran cargo de las deudas de un país en crisis, propugnaron que el Tratado excluyera esa posibilidad (regla del *no-bail out*).

La acertada visión mayoritaria –que defendió con especial énfasis Alemania– fue, sin embargo, que los mercados financieros experimentan vaivenes en la valoración de los riesgos y no ejercen suficiente disciplina sobre los prestatarios: en épocas de bonanza proporcionan abundante financiación a Estados cuyo nivel de déficit presupuestario o Deuda pública puede considerarse excesivos. Por eso, aunque se acordó incorporar al artículo 103 del Tratado el británico principio de «*no bail out*», se incluyó también un célebre artículo 104 que limita los «déficits excesivos» y establece un detallado procedimiento –regulado por un Protocolo especial– para evitarlos.

No es posible exponer aquí los avatares que, por iniciativa alemana, llevaron en 1997 a la aprobación del «Pacto de Estabilidad y Crecimiento» por el que se interpretaron con enorme rigor las normas del citado Protocolo, ni las circunstancias que hicieron que en 2003 ese excesivo rigor tuviera que ser dulcificado. Pero tanto en su versión inicial como en la vigente El Pacto señala –con acierto– que en circunstancias normales los presupuestos públicos deben arrojar superávit o un ligero déficit. Así pues, las reglas fiscales del Tratado combinan un régimen sancionador para los Estados que incurran, sin causa justificada, en déficits excesivos –el llamado «brazo disuasor» del Pacto–, pero también establece procedimientos para lograr que los Estados saneen estructuralmente sus finanzas públicas y alcancen superávits o situaciones próximas al equilibrio presupuestario en circunstancias normales –es el llamado «brazo preventivo»–. La Comisión ha constatado en reiteradas ocasiones que esas medidas preventivas son adoptadas por muchos Estados a regañadientes, lo que les deja en una situación de potencial vulne-

rabilidad en caso de crisis económicas; y, por desgracia, la virulencia de la actual crisis ha puesto de manifiesto que la consolidación fiscal de muchos países durante los años de crecimiento álgido fue demasiado tímida y descansó en gran medida en aumentos excepcionales y transitorios de los ingresos públicos.

La novedad en materia fiscal ha sido que, en el marco del esfuerzo internacional coordinado por los grandes países industrializados y emergentes (el llamado «Grupo de los 20» o G-20) –reunión en la que participó el presidente del Gobierno español–, con el apoyo del Fondo Monetario Internacional y la Comisión Europea, el Consejo Europeo del 11 y 12 de diciembre de 2008 invitó a los Estados miembros a que colaboren en el mantenimiento de la demanda agregada mundial mediante medidas discrecionales de impulso fiscal, de una cuantía agregada próxima a 200.000 millones de euros. Se trata de una iniciativa de estímulo fiscal coordinado que, coherente con el principio de coordinación de políticas económicas previsto en el artículo 99 del Tratado, no está contemplada de forma expresa en el Tratado. La razón política esencial de esa omisión está, de nuevo, en las circunstancias históricas en que se gestó el Tratado: el anterior intento histórico de un estímulo fiscal coordinado se produjo en el seno de la OCDE a finales de los años 70, con ocasión de la segunda crisis del petróleo, y fue entonces objeto de severas críticas por quienes vieron en esa estrategia de estímulo global de la demanda agregada –descrita entonces con metáforas ferroviarias como la «locomotora» o el «convoy»– una manifestación de keynesianismo caduco.

La nueva iniciativa tuvo la oposición inicial de Alemania, que se fue atemperando a medida que la crisis económica se ahondaba. La cuestión que dominará el debate durante los próximos meses será el ritmo al que, de acuerdo con las reglas fiscales del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, los Estados deberán, superada la crisis, retirar el estímulo fiscal transitorio y evitar que los déficits presupuestarios terminen enquistándose.

EURO Y UNIÓN POLÍTICA

Las reflexiones anteriores sobre las consecuencias que la crisis económica están teniendo en las economías de los Estados miembros conducen a una cuestión capital que, debatida conceptualmente durante la negociación en 2001 del Tratado sobre UEM y Unión Política, adquiere especial relevancia cuando sobreviene una crisis económica tan intensa como la actual: ¿es sostenible una Unión Económica y Monetaria sin el respaldo de una Unión Política sustantiva entre sus miembros?

Durante los debates sobre la moneda única pudieron percibirse, a mi juicio, dos grandes concepciones sobre la relación entre la moneda única y la Unión Política: la de quienes veían la moneda única como un paso decisivo hacia la Unión Política («teoría del fermento»); y la de quienes consideraban que instaurar la moneda única sin un grado suficiente de Unión Política

terminaría en fracaso («teoría del paralelismo»). Esos dos enfoques principales se complementaban con la visión minoritaria de que la unión monetaria era una medida de integración económica y financiera sensata, que necesitaría para su implantación cierto impulso político, pero no, en puridad, el establecimiento de una verdadera «Unión Política» entre sus miembros.

La «teoría del fermento» fue siempre la concepción más clásica dentro de la construcción europea. Se enraizaba en el «funcionalismo» de los padres de la Europa comunitaria (Monnet, Schumann...), a tenor del cual, dadas las dificultades de avances políticos directos, el estrechamiento de los vínculos políticos entre los países europeos debía lograrse mediante «realizaciones concretas» en el terreno económico que crearan progresivamente una «solidaridad de hecho». Pero ese pragmático funcionalismo se confundía con frecuencia con una concepción política más idealista, basada en la creencia de que la moneda única constituiría un «paso esencial hacia la Unión Política en Europa», sería «la expresión de la ciudadanía europea» e incluso constituiría «una garantía de paz para Europa». En realidad, los defensores de la «teoría del fermento» confunden el sentido de causalidad histórico: es cierto que el nacionalismo exacerbado fragmenta el espacio económico; pero es ilusorio pensar que, recíprocamente, la supresión de tales barreras y la adopción de una moneda única refuerce la unidad política y evite tensiones centrífugas.

Mientras que para la «teoría del fermento» la moneda única conducirá, a plazo, hacia la Unión Política, la «teoría del paralelismo» partía de la concepción opuesta: no era prudente que la Unión Europea adoptara la moneda única sin un grado suficiente de integración política. Bajo este enfoque convivían concepciones muy dispares. Para unos, un elemento esencial de esa Unión Política era la genuina aceptación por todos los países miembros de la moneda única de una «cultura de estabilidad» similar a la preconizada por Alemania en materia de política económica. Otros eran críticos con el proyecto de UEM porque aducían que la UE no es un «área monetaria óptima»: la movilidad laboral entre los Estados es pequeña; y tampoco existe una Hacienda comunitaria que integre, para el conjunto de la zona euro, ingresos y gastos sensibles al ciclo económico (impuestos directos, sistema de cobertura del desempleo, cotizaciones sociales) y actúe de «estabilizador automático» para aquellos países que sufran crisis económicas específicas («*shocks* asimétricos»); por eso –argumentaban–, en ausencia de tales mecanismos equilibradores, era prematuro que muchos Estados renunciaran a la posibilidad de devaluar la moneda, único mecanismo de ajuste que les quedaría ante una crisis específica.

El lanzamiento de la moneda única exigió, desde luego, un imprescindible impulso político –en el que jugó un papel capital el Canciller Kohl–. Recordemos que, dada la reticencia del Bundesbank y otros Bancos centrales a la desaparición de sus monedas, habría que esperar tres años desde la firma del Tratado en 1992 para que se descartara una unión monetaria basada en un sistema de tipos de cambio irreversiblemente fijos entre las monedas

nacionales, y se optara por una nueva «moneda única». El acuerdo sobre la creación de esa nueva moneda –bautizada como «euro», término que no aparece en el Tratado– se produjo a finales de 1995. Si no se hubiera dado ese paso –la desaparición de las antiguas monedas nacionales y la creación de una nueva moneda única, el euro–, la unión monetaria europea se habría asemejado a un régimen de «cajas de conversión» (*currency boards*) de las monedas nacionales de los distintos países, con el marco alemán como ancla. Y es más que probable que en esas condiciones la irreversibilidad del proceso de integración monetaria hubiera sido quimérica y la actual crisis financiera hubiera cuarteado la unión monetaria.

La historia de la Unión Europea muestra que las fases de prosperidad han alentado la integración y las de crisis la han debilitado. Así, el primer proyecto de unión monetaria, el Plan Werner, se presentó en 1968, al término de una década de gran expansión económica y daría origen, pocos años después, a los «acuerdos de la serpiente monetaria», que apenas resistieron la crisis del petróleo de 1973. El Sistema Monetario Europeo (SME) se inició a finales de 1978, cuando los efectos de la primera crisis del petróleo se estaban superando, pero se enfrentó pronto a la segunda crisis del petróleo y a la recesión internacional de principios de los años 80, lo que prodigó las devaluaciones y desestabilizó el sistema hasta 1987. La vuelta a la prosperidad económica llevó en 1989 a la publicación del Informe Delors sobre la Unión Económica y Monetaria y en 1991 a las Conferencias Intergubernamentales sobre Unión Política y UEM, que concluyeron en febrero de 1992 con la firma del Tratado de Maastricht. Aquel Tratado, gestado en tiempos de optimismo, empezó a ser ratificado cuando ya la coyuntura económica se había vuelto adversa. Las consecuencias del cambio de ciclo fueron no sólo la crisis que vivió el SME en el bienio 1992-1993, sino el retraso en la ratificación del Tratado, lo que hizo que el «escenario de introducción de la moneda única» tuviera que esperar al Consejo Europeo de Madrid, a finales de 1995, cuando ya se había iniciado el largo período de expansión económica internacional cuyo fin ha provocado la crisis que actualmente vivimos.

Durante su brillante primera década, el euro logró uno de los objetivos económicos esenciales que muchos países con monedas débiles, entre ellos España, anhelaban con su integración en la moneda única: que todos sus miembros gozaran del clima de estabilidad monetaria y de tipos de interés tan estructuralmente bajos como Alemania. Paradójicamente, el funcionamiento imperfecto de los mercados financieros y de crédito hizo que ese moderado nivel de tipos de interés fuera uno de los factores que avivaron la «burbuja inmobiliaria» y el exceso de endeudamiento privado que, larvados durante los años de prosperidad, han aflorado con la llegada de la crisis. Añadamos, no obstante, que, iniciada la crisis, el prestigio internacional del euro y la flexibilidad con la que el BCE ha reaccionado frente a ella están contribuyendo a mitigar su impacto en todos los países miembros del euro.

La Unión Económica y Monetaria que en 1992 consagró el Tratado de

Maastricht y se puso en marcha hace ahora 10 años partió de una fe en los mercados financieros privados que los acontecimientos recientes han echado por tierra; y surgió respaldada por una «Unión Política» que, próxima a una Confederación, carece del grado de integración política y económica propio de los Estados federales. La actual crisis económica y financiera constituye, pues, un reto para la Unión Europea y para la zona euro. Acertaron plenamente –yo no estaba entre ellos– quienes durante la negociación del Tratado destacaron los vínculos entre la integración económica y monetaria y la integración política. Superaremos la crisis con éxito si sabemos combinar los inevitables sacrificios nacionales que cada Estado y sus ciudadanos deberán aceptar para corregir sus propios desequilibrios económicos con un espíritu de solidaridad política entre todos los Estados miembros que evite la vuelta a los nacionales y facilite la superación colectiva de la crisis.