

Estabilización y ajuste: la próxima etapa de la UEM

Thomas Straubhaar y Henning Vöpel

La crisis del euro está siendo analizada desde hace casi tres años. Se han propuesto diversas soluciones desde entonces, incluyendo la reducción de la deuda o recortes que afecten a la quiebra controlada de los Estados individuales, la recapitalización de los bancos, la participación de los acreedores privados, la compra ilimitada de bonos tóxicos por parte del Banco Central Europeo (BCE), la creación del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEES) de corto plazo, seguido del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) de largo plazo, o incluso la creación de un Fondo Monetario Europeo. Sin embargo, a pesar de la diplomacia proactiva de las cumbres, los políticos europeos no han encontrado hasta ahora solución alguna que calme los mercados de modo permanente. Por el contrario, mientras la crisis se prolonga Europa se vuelve políticamente cada vez más difícil. Los gobiernos elegidos de manera democrática han sido sustituidos en algunos casos por gobiernos tecnócratas de transición y se están realizando reformas frente a una considerable resistencia popular. La crisis no es solo por tanto económica, sino que plantea al mismo tiempo cuestiones constitucionales y problemas de legitimidad.

Thomas Straubhaar y Henning Vöpel son profesores del Instituto de Economía Internacional de Hamburgo.

La siguiente fase de la Unión Económica y Monetaria implica trabajar en arreglos institucionales para que las decisiones políticas se sincronicen, de manera correcta, con la velocidad de las reacciones del mercado y, al mismo tiempo, sigan siendo legítimas.

Una razón fundamental de este hecho es que la Unión Económica y Monetaria (UEM) no es una unión monetaria óptima. Las condiciones para una moneda común y una política monetaria única no se cumplieron en un principio y todavía siguen sin cumplirse. Una unión monetaria necesita estabilidad política, pero no se han creado las instituciones necesarias para ello, lo que ha desencadenado graves consecuencias: la elaboración de políticas europeas a corto plazo no tiene suficiente capacidad de acción –es demasiado lenta y no lo bastante fuerte comparada con los movimientos del mercado (el BCE ha tenido que extender su mandato hasta el límite, si no más allá)–, mientras que las decisiones ya no están plenamente legitimadas. Hasta la fecha no hay poder soberano europeo con autoridad legislativa o ejecutiva suficiente para lograr la estabilidad política sin necesidad de prolongadas negociaciones multilaterales. Esta es una situación propensa a las crisis que necesita una reforma institucional urgente.

Los políticos se enfrentan a la tarea de tener que lidiar con esta grave crisis con rapidez. Han de comunicar a los mercados su voluntad de conservar el euro de una manera creíble. Al mismo tiempo, deben tener cuidado de no aplicar incentivos perversos a largo plazo entre los Estados miembros, lo que de alguna manera podría llevar a una próxima crisis. Están implicadas tanto la estabilidad externa del euro con respecto a los mercados como la estabilidad interna entre los países de la zona del euro. Estos dos ámbitos están estrecha-

mente relacionados. No puede haber una estabilización externa sin estabilización interna: los mercados especularán contra el euro siempre y cuando sea incierta la cohesión interna de la UEM.

La zona euro tampoco es un área monetaria estructuralmente óptima, al no existir mecanismos de compensación para hacer frente a los *shocks* asimétricos. Teniendo una moneda común y una política monetaria única todos los países hacen frente a un mismo tipo de interés, que quizás se adapte a la situación media general, pero no a la de cada país en concreto. El mecanismo de tipo de cambio ya no está disponible, por lo que los ajustes se deben realizar en los precios y los salarios, o bien a través de la movilidad regional y sectorial de los factores de producción. Como estas variables suelen ser rígidas, el resultado es el aumento del desempleo y el endeudamiento público, junto con los desequilibrios en cuenta corriente.

Por otra parte, los responsables políticos nacionales evitan las reformas estructurales ya que sus resultados tienen lugar a largo plazo, mientras que los intereses electorales lo son a corto plazo. El peso de los ajustes se pospone para el futuro, hasta el punto de ser demasiado tarde para los mercados y verse obligados a un cambio necesario. A corto plazo, puede resultar oportuno para los políticos acumular deuda pública. Aunque se reconoció este problema al inicio de la UEM, se dio prioridad sin embargo al proyecto político de Europa sobre los intereses económicos. El intento de estabilizar a través de la política una zona monetaria no óptima ha dado lugar a problemas de incentivos. Por un lado, se animó a los Estados miembros a asumir una deuda que suponía un coste para la comunidad, y a exteriorizar la carga de los costes del ajuste estructural. Por otro, los acreedores estaban dispuestos a financiar esas deudas confiando en las promesas políticas de la estabilidad del euro.

La dimensión institucional

Para evitar las conocidas consecuencias de las zonas monetarias no óptimas, se establecieron en los tratados los criterios de Maastricht y la cláusula de no rescate. Sin embargo, los mecanismos económicos no pueden suprimirse mediante textos legales. Si son ignorados por un tiempo, las consecuencias posteriores son fatales. Las dudas sobre la credibilidad de la cláusula existían desde el principio. Desde una perspectiva jurídica, no se debe obligar a los países a apoyarse mutuamente frente a una inminente insolvencia, pero en caso de sobreendeudamiento de un país miembro del euro, los demás Estados tendrán interés en anunciar que van a intervenir, aunque sea por razones de

riesgos sistémicos y contagio. Este riesgo moral genera incentivos adversos para asumir la deuda.

En una unión monetaria no óptima la carga de los ajustes, y en concreto los costes y beneficios de la moneda común, no se distribuyen de forma simétrica. Esta unión solo es estable si existe una regla de redistribución, que debe ser factible desde el punto de vista político. La unión también tiene que ser más favorable para todos los países en comparación con otras coaliciones. Una unión de transferencia “manipula” los desembolsos e incentivos estratégicos de tal manera que el cumplimiento de los criterios de estabilidad es un subjuego perfecto. Desde la perspectiva de los mercados, sin embargo, no está claro si esta norma existe realmente.

Una unión de transferencias, por tanto, puede estabilizar políticamente una zona monetaria no óptima mediante la redistribución de los costes y beneficios de la moneda común, de tal forma que ningún país o subcoalición de países mejorará su situación al retirarse de la unión monetaria. Esta situación, desde una perspectiva de la teoría del juego, significa que la distribución de costes y beneficios se encuentra dentro del núcleo, tal y como señalaba Martin J. Osborne en 2004. Por otro lado, si no hay una redistribución entre los países que forman parte del núcleo de la zona euro, ésta no será estable. En este caso, los mercados especularían sobre el colapso que, de hecho, tendría luego lugar, porque la defensa de la zona ya no sería significativa ni posible. Las negociaciones actuales llevadas a cabo por los miembros de la zona euro para encontrar una solución para Grecia, y las contribuciones financieras de los países individuales, pueden verse desde esta perspectiva como la búsqueda de un núcleo. La reticencia de los políticos a dar señales claras sobre el mantenimiento incondicional de la unión monetaria empeora la desconfianza de los mercados. Una política basada en el mantenimiento a toda costa de la zona euro conllevaría unos incentivos claramente distinguibles de una política de oposición, acabando así con la especulación (el equilibrio de la separación frente a la agrupación). Pero es precisamente esto lo que le falta y lo que los mercados interpretan como una señal negativa.

Los mecanismos económicos no pueden suprimirse con textos legales; si son ignorados, las consecuencias posteriores son fatales

Además, el concepto de un núcleo implica un acuerdo político unánime sobre el mecanismo de redistribución necesario para legitimar la constitución económica de la unión monetaria. En este contexto, la amenaza de retirar el derecho al voto como sanción por incumplir los criterios de estabilidad es muy cuestionable.

En resumen, puede afirmarse que:

- Un área monetaria óptima no necesita un mecanismo de estabilización.
- No es creíble un mecanismo de estabilización en un área monetaria no óptima sin un núcleo.
- Una zona monetaria no óptima con un núcleo requiere un mecanismo de transferencia para redistribuir los costes y beneficios de una moneda común.

Una unión monetaria, por tanto, por volver a insistir, solo es estable externamente cuando está en equilibrio interno. Los intentos de los responsables políticos europeos de poner fin a los ataques especulativos contra el euro solo tendrán éxito y serán creíbles cuando exista un mecanismo de redistribución y control para que la zona euro permanezca en su núcleo. El problema a resolver es doble: por un lado, la unión monetaria tiene que expresar externamente esta unidad; por otro, la unión no debe dar carta blanca internamente al endeudamiento excesivo. La búsqueda de una solución es así un acto de equilibrio entre calmar con rapidez a los mercados y la insistencia inflexible de una mayor disciplina fiscal para los Estados miembros. Todas las soluciones potenciales tienen que tener en cuenta estas prioridades conflictivas, lo que explica por qué no existe una solución fácil y rápida.

Objetivos de estabilización

El objetivo a corto plazo de la estabilización es el de poner fin a la especulación de los mercados frente al euro. Sin embargo, las soluciones a corto plazo pueden entrar en conflicto con los objetivos a largo plazo. La estabilización a corto plazo puede cambiar los incentivos con tanta fuerza que la estabilidad a largo plazo se vea amenazada. Una solución sostenible debe, por tanto, hacer frente a la crisis inmediata y, al mismo tiempo, ayudar a evitar futuras crisis. Una unión de transferencia puede ayudar a estabilizar la Unión Monetaria Europea a corto plazo, pero también puede retrasar –o incluso evitar que se produzca– la convergencia estructural, es decir, una de las condiciones de una zona monetaria óptima. Una solución real debe incluir un mecanismo de ajuste y compensación que afronte los costes asimétricos del ajuste derivados de la volatilidad económica. Al mismo tiempo, también debe dar apoyo a las estruc-

turas e incentivos que favorezcan la competencia, el empleo y el crecimiento y, por tanto, un proceso de convergencia dirigido a una zona monetaria óptima.

Teniendo en cuenta estos objetivos, las posibles soluciones deben cumplir los siguientes requisitos: por un lado, habrán de tomarse medidas adecuadas para garantizar sobre todo la eficiencia ex-ante, lo que prevendrá en gran medida las crisis, y, por otro, buscar una eficiencia ex-post que limite los costes económicos reales de las crisis y proteja a los contribuyentes europeos de cargar con costes excesivos. Además, las instituciones tienen que evitar asumir tareas fuera de sus mandatos: la crisis actual ha obligado al BCE a asumir funciones de gestión de la crisis. Sin embargo, la política monetaria solo puede afrontar una grave crisis de confianza con instrumentos monetarios: no puede asumir déficits estructurales de una manera casi fiscal. Para ser creíble, una verdadera solución también debe estar basada en normas. La sanción final tendría que ser la salida de un país. Ninguna solución discrecional negociada que no incluya los procedimientos automáticos sería creíble. Un requisito adicional para una solución permanente es resolver la aparente falta de sincronía institucional y los desequilibrios que existen entre las economías nacionales de la zona euro y los mercados de capital, y que existen también con relación a las decisiones de política fiscal y a las consideraciones generales de las finanzas.

La búsqueda de diversos objetivos requiere de un número equivalente de instrumentos disponibles (la regla de Tinbergen). Como se ha explicado anteriormente, la estabilidad interna y externa deben lograrse utilizando instrumentos cuyos incentivos sean compatibles a corto y largo plazo. Para ello, un ajuste institucional es una necesidad urgente. El FEES fue creado como un “paquete de rescate”, como una solución a corto plazo ad hoc para la estabilización externa durante la grave fase de la crisis del euro. El FEES sirve para garantizar la refinanciación de los países del euro y así evitar la propagación de la crisis. El MEDE se ha propuesto por su parte como un medio más permanente para tranquilizar a los mercados.

La solución de los eurobonos también ha sido muy discutida. Los eurobonos pueden considerarse un tipo especial de paquete de rescate con una responsa-

**La estabilización a corto
plazo puede cambiar
los incentivos con
tanta fuerza que la
estabilidad a largo plazo
se vea amenazada**

bilidad ilimitada y conjunta. Constituirían la señal política más sólida para los mercados. De hecho, los eurobonos con responsabilidad solidaria podrían resolver la crisis a corto plazo. Sin embargo, también crean incentivos negativos, lo que llevaría a futuras crisis y supondría una mayor desestabilización. La responsabilidad solidaria perjudica a la responsabilidad nacional sobre la disciplina fiscal. En particular, existe el peligro de que los déficit estructurales se incrementen, mientras que las transferencias terminen siempre fluyendo en una dirección.

La creación de un gobierno económico europeo también se ha tratado como una posible solución. La idea es que esto proporcione el equivalente fiscal a la política monetaria común de Europa, desaparecida desde el inicio de la UEM, lo que pondría remedio a este defecto de diseño. La naturaleza específica de este tipo de gobierno económico ha permanecido abierta hasta ahora y solo seguirá un –complejo y largo– proceso de negociación política. Las propuestas van desde nuevas reglas fiscales (frenos a la deuda, por ejemplo) con una supervisión más estricta y sanciones automáticas para violaciones, hasta una coordinación a nivel europeo de la política fiscal, e incluso extendida a una intervención centralizada y directa en la política fiscal nacional y económica.

Por último, un papel más activo del BCE se concibe también como una solución a la crisis. La política monetaria puede hacer frente a las crisis de confianza o liquidez a corto plazo, pero no puede asumir déficit estructurales en una zona monetaria no óptima mediante la monetización de la deuda pública y el déficit por cuenta corriente (al actuar sobre los saldos *Target2*, por ejemplo) de forma permanente. Debido a que la crisis actual es más bien un problema de déficit estructurales que de falta de confianza de los mercados, la política monetaria no puede ser una solución a largo plazo, a pesar de que pueda contribuir a la estabilización a corto plazo en fases graves. El hecho de asignar una función de estabilización permanente al BCE podría debilitar su objetivo principal; esto es, mantener el nivel de precios estable y ajustar el objetivo de la tasa de inflación por debajo pero cerca del dos por cien.

Conclusiones

Por resumir, las causas de la crisis del euro son dos: (1) la UEM no es una zona monetaria óptima; y (2) la garantía implícita de estabilidad ha derivado en un riesgo moral en los Estados miembros, que no se ciñeron a las normas fiscales y que asumieron deudas excesivas, mientras que los bancos y los mercados de capital financiaban voluntariamente estas deudas.

Estos dos aspectos necesitan una solución duradera. Por un lado, se deben adoptar medidas que conduzcan a largo plazo a una mayor convergencia estructural (estabilidad interna). Por otro, la zona euro tiene que estabilizarse a corto plazo con respecto a los mercados (estabilidad externa). Estos dos objetivos no deben entrar en conflicto como resultado de los incentivos perversos. Por otra parte, los inversores solo estarán dispuestos a mantener bonos a largo plazo en euros cuando haya un camino creíble a largo plazo hacia una UEM estable. Se deben adoptar, por tanto, las siguientes medidas:

Durante la fase de transición, en la que la UEM todavía no es una zona monetaria óptima, un mecanismo de transferencia debería reducir caso por caso los desequilibrios internos con el fin de lograr la estabilización a corto plazo, especialmente respecto a las fluctuaciones cíclicas y asimétricas. Este es el precio a pagar por haber fundado una unión monetaria no óptima.

Para lograr una zona monetaria óptima a largo plazo, con el objetivo de poner fin al mecanismo de transferencia se deben replantear los criterios de convergencia estructural. Estos deben controlarse y aplicarse de manera automática las sanciones cuando sea necesario. Las sanciones por violar las normas deben incluir una opción de salida, ya que de lo contrario la comunidad se mantiene abierta al chantaje. Esta opción reduce el doble problema del riesgo moral de que los Estados miembros se endeudaran con un coste para la comunidad, mientras que los bancos estuvieran dispuestos a financiar esas deudas a niveles casi ilimitados y sin primas de riesgo. Si no hubiera opción de salida, una autoridad europea legitimada debería obligar a los Estados miembros a cumplir con las reglas fiscales. De lo contrario, el problema de riesgo moral no podría ser resuelto.

Por último, se deben adoptar medidas de acompañamiento. Estas incluyen leyes de quiebra de los Estados (por ejemplo, a través de cláusulas de acción colectiva que permitan utilizar procedimientos ordenados y coordinados). También deben facilitar la participación de los acreedores privados. Los bancos deben regularse a fin de prevenir los riesgos sistémicos que pueden ocurrir cuando se evitan posibles insolvencias mediante la recapitalización pública.

Este paquete de medidas podría, según su diseño concreto, contener la crisis del euro y ayudar a evitar futuras crisis. La siguiente fase de la UEM será, sin duda, la de trabajar en los arreglos institucionales necesarios para que las decisiones políticas se sincronicen de manera correcta con la velocidad de las reacciones del mercado y sigan, al mismo tiempo, siendo democrática y constitucionalmente legítimas. De lo contrario, el fin del euro corre el riesgo de acercarse.