

Ensayos Económicos

Metas de inflación: un enfoque crítico

Philip Arestis

El euro: ¿por qué falló y cómo seguir adelante?

Jesper Jespersen

Sobre sinergias y controversias en la génesis y evolución de los enfoques de cartera

Eduardo Ariel Corso

Análisis de la integración de la regulación y supervisión financiera al banco central

Edgardo Demaestri, Gustavo Ferro

68

Junio de 2013



ie | BCRA
INVESTIGACIONES ECONÓMICAS

El euro: ¿por qué falló y cómo seguir adelante?

Jesper Jespersen*

Universidad de Roskilde

Resumen

La lección del pasado es dura, pero innegable: todas las uniones monetarias que no se anclaron en estructuras políticas similares a las de los estados tarde o temprano naufragaron. Este resultado se observó cuando comenzaron a producirse divergencias de desarrollo económico entre los países participantes y las contradicciones internas entre los mismos se incrementaron. En los países más débiles, un período prolongado de déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos suele caracterizarse por una pérdida continua de puestos de trabajo y creciente desempleo en una etapa posterior. Cuanto más tiempo permanecen los países deficitarios dentro de la unión monetaria y se ven obligados a aceptar el creciente endeudamiento externo, más sienten que la unión monetaria representa un impedimento, y que eventualmente se desarrollará una crisis financiera. Originalmente, el fundamento político y económico de la Unión Europea (UE) era “paz y democracia”. Actualmente, el proyecto parece haber devenido en consideraciones únicamente económicas dominadas por los fracasos de la moneda común, mercados financieros descontrolados y políticos paralizados por un enfoque dogmático. Existe el riesgo de que esta situación deteriore el proceso de integración europea de tal forma que ya no sea una cuestión de “cómo salvar al euro” sino de “cómo salvar a la UE” de la desintegración. Quienes señalan que la UE llegará a su fin junto con la disolución parcial del euro no han entendido cuál es el verdadero desafío que enfrenta Europa: cómo reorganizar la cooperación monetaria en la UE de manera tal de detener el proceso de

* Las opiniones vertidas en el presente trabajo son del autor y no se corresponden necesariamente con las del BCRA o sus autoridades. Email: jesperj@ruc.dk.

desintegración. Esto requerirá cierto desmantelamiento del rígido pacto fiscal y la creación de un sistema monetario fijo, pero con flexibilidad.

Clasificación JEL: E42, F33, F42, G01

Palabras clave: área monetaria óptima, balanza de pagos, desempleo, deuda externa, deuda pública, Unión Monetaria Europea.

The Euro: Why it Went Wrong and How to Get On?

Jesper Jespersen

Roskilde University

Summary

The lesson from the past is tough, but undeniable: All currency unions that were not anchored in state like political structures were wrecked sooner or later. This became the outcome when the economic development of participating countries began to drift apart, and the internal contradictions between the different countries tightened. A prolonged period with a deficit on the current account of the balance of payment is usually characterized by a continuous loss of jobs and rising unemployment at a later stage. The longer the deficit countries stay within the monetary union and have to accept growing foreign indebtedness the more they feel that the monetary union represents a straitjacket, which eventually will develop into a financial crisis. Originally the political and economic foundation of the EU was 'peace and democracy'. Today the project seems to have deteriorated into only economic considerations. There is a risk that this deadlock could deteriorate the European integration process in such a way, that it no longer is a matter of 'how to save the euro', but of 'how to save the EU' from falling apart. Those who claim that the EU will go with a (partial) dissolution of the euro have not understood what the real challenge to Europe is: how to reorganize monetary cooperation within the EU in such a way that the process of disintegration is brought to a stop. This would require some kind of dismantling the rigid fiscal compact and to create a fixed, but flexible currency system.

JEL: E42, F33, F42, G01.

Keywords: balance of payments, European Monetary Union (EMU), foreign debt, optimal currency area, public debt, unemployment.

I. ¿Se repetirá la historia?

La lección del pasado es dura, pero innegable: todas las uniones monetarias que no se anclaron en estructuras políticas similares a las de los estados tarde o temprano naufragaron. Más bien temprano que tarde. Este resultado se observó cuando comenzaron a producirse divergencias de desarrollo económico entre los países participantes y las contradicciones internas entre los mismos se incrementaron. En los países más débiles, los crecientes déficits de cuenta corriente de la balanza de pagos hicieron que la tasa de interés aumentara y que los puestos de trabajo en las industrias de exportación se desvanecieran. De hecho, la presión sobre estos países deficitarios para que abandonen la moneda común y para que puedan contar, al menos, con cierto grado de libertad que les permita implementar su propia política cambiaria y monetaria se incrementa. Cuanto más tiempo permanecen los países deficitarios dentro de la unión monetaria y se ven obligados a aceptar el creciente endeudamiento externo, más sienten que la unión monetaria representa un impedimento que eventualmente se convertirá en una crisis financiera. Un período prolongado de déficit en la cuenta corriente suele caracterizarse por una pérdida continua de puestos de trabajo y creciente desempleo. El poder adquisitivo se escurre de los países deficitarios hacia los países con superávit. Por lo tanto, los países con superávit no encuentran motivo alguno para aceptar cambios en la unión monetaria. Ellos ven con buenos ojos el acuerdo monetario y no encuentran ningún motivo urgente para cambiar las reglas del juego. Pero esta actitud de complacencia pasa por alto la interdependencia que es una parte de una unión monetaria, donde el superávit de cuenta corriente de uno o más países debe, necesariamente y debido a identidades contables, ser equivalente al déficit de cuenta corriente de uno o más países miembros.

Que la suma de los superávits es igual a la suma de los déficits no es una conclusión teórica que pueda discutirse, dado que estamos ante una simple relación contable. La cuenta corriente de la eurozona está, en general, en equilibrio con otros países debido a que el tipo de cambio del euro es flotante. Por lo tanto, en este caso debe tenerse en cuenta que, en términos contables, los superávits de cuenta corriente crecientes en el norte de Europa, principalmente representados por el superávit de Alemania (de un volumen equivalente, a grandes rasgos, a todo el presupuesto de la UE) tienen su correlato en los déficits registrados en el sur de Europa. En este contexto de dependencia mutua prácticamente no tiene sentido pedir a los países de la Unión Monetaria Europea (*European Monetary Union* —EMU—) que equilibren sus cuentas corrientes nacionales, porque un

país no puede reducir el déficit de la cuenta corriente de su balanza de pagos sin que, al menos, un país superavitario acepte reducir su superávit.

Para hacer que una unión monetaria funcione es necesario que las estructuras económicas y las prioridades en cuanto a la política general sean bastante similares entre los países participantes. Un desarrollo armonioso dentro de la EMU debe implicar, en particular, que los países superavitarios estén dispuestos a reducir sus superávits, e incluso acepten un déficit de cuenta corriente en la balanza de pagos por un tiempo, lo cual es necesario para que los países del sur reduzcan, por lo menos, parte de su deuda externa. Por consiguiente, el interrogante que se plantea con respecto al futuro de la EMU es el siguiente: ¿Estarán Alemania, los Países Bajos, Austria y Finlandia preparados para incurrir en déficit de cuenta corriente durante algunos años? Si no es así, tendrá que cederse en otro aspecto y es muy probable que la historia se repita.

II. Poca atención a los desequilibrios de la balanza de pagos

Desde el inicio de la EMU en 1999, los países del norte de Europa han concentrado sus políticas económicas nacionales en el desarrollo económico con estabilidad de precios y salarios. De hecho, hasta 2008, el desempeño económico de Alemania era considerado decepcionante debido al magro crecimiento económico real. Sus exportaciones tenían un buen desempeño, pero la demanda interna, en especial el consumo privado, se quedaba atrás. De todos modos, se trataba de una prioridad deliberada asignada por el gobierno alemán que prefería la estabilidad de costos a expensas de un exceso de crecimiento. Por el contrario, los países del sur de Europa estaban más interesados en estimular el crecimiento real en un intento por alcanzar a los países más ricos de la parte norte de la región. Esta política de *catching up* tuvo como consecuencia un aumento más rápido de costos y reformas estructurales bastante lentas en los países del sur de Europa. En estos países el costo laboral unitario subió 2-3% más rápido por año que en el norte de Europa. Dicha diferencia no tiene ninguna incidencia en un solo año; pero cuando se mantiene año tras año durante más de 10 años, la diferencia en los *niveles* de costos se vuelve significativa. En comparación, hoy en día es 20-30% más caro producir productos similares en las regiones del sur que en las regiones del norte de la EMU. Es inevitable que dicha diferencia se refleje en la balanza comercial de bienes y servicios, lo cual genera crecientes superávits y déficits, es decir, desigualdad en el desarrollo.

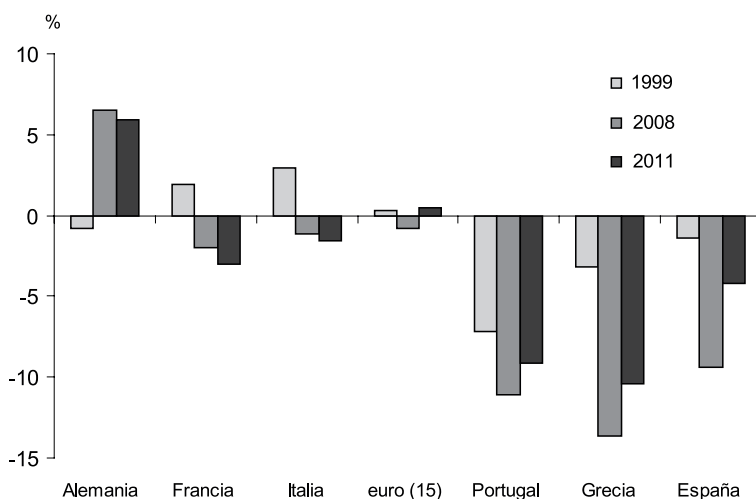
A lo largo de todos los años en los que ha existido el euro, los países del sur de Europa han registrado déficits de cuenta corriente cada vez mayores generando una aceleración de sus deudas externas. La deuda externa del sur ha crecido año tras año. Este creciente desequilibrio fue en el comienzo considerado como temporario y de importancia menor, porque estos países superavitarios y deficitarios tenían una moneda *común*. Los economistas y políticos se dejaron llevar por una analogía equivocada que comparaba las situaciones de estados soberanos con regiones dentro de un mismo estado nacional. No se entendía que la facilidad (o más bien las dificultades) de tomar préstamos en el exterior no depende de compartir la misma moneda, sino de compartir una responsabilidad recíproca en cuanto al desarrollo económico. A fin de cuentas, es el gobierno federal de los EE.UU. el que tiene la responsabilidad del desempeño económico de los diferentes estados. Si el gobierno del estado de California quiebra, Washington intercederá —seguramente no de manera incondicional—, pero el gobierno federal estabilizará la economía californiana y hará posible que empresas californianas rentables puedan tomar préstamos en dólares a una tasa de interés razonable.

En este caso, tiene sentido tener una moneda común. Los estados de los EE.UU. comparten una responsabilidad política, un origen cultural común, un idioma común y un mercado laboral sumamente integrado. A diferencia de ellos los países de la EMU son estados soberanos. No comparten una responsabilidad política ni económica recíproca. Sus mercados laborales se mantienen altamente fragmentados desde el punto de vista geográfico, idiomático, legal y cultural; sólo conseguir que el norte y el sur se integren dentro de Italia aún parece ser un problema después de 150 años de unificación política. En este contexto, dentro de la EMU no hay una institución que asegure la convergencia automática del desequilibrio de la balanza de pagos. Por el contrario, las políticas monetaria y cambiaria compartidas hacen que los países se aparten aún más unos de otros. La tasa de interés y el tipo de cambio del euro son demasiado bajos para algunos países y demasiado altos para otros, porque se fijan para que se ajusten al país “promedio”, que no existe.

Pero mientras el desarrollo económico general en la UE mostraba tasas de crecimiento positivas del 2-3% en la mayoría de los países y desempleo decreciente, los políticos (y la mayoría de los economistas) estaban dispuestos a ignorar estos desequilibrios subyacentes de costos crecientes. Igualmente sorprendente resultó que los, a menudo, muy temerosos mercados financieros continuaran proporcionando préstamos al sur de Europa en condiciones que no diferían

mucho de la tasa de interés del norte de Europa. Hasta 2007, la tasa de interés pagada por los deudores en Grecia era sólo medio punto porcentual más alta que la tasa sobre un préstamo alemán comparable. En retrospectiva, puede apreciarse que los mercados financieros (y las agencias calificadoras) fueron, por no decir más, incompetentes en su evaluación del riesgo país. Cualquiera que tenga buenos conocimientos de macroeconomía podría haber visto ya en ese momento que la situación de la balanza de pagos era fundamentalmente insostenible. En el Gráfico 1 se ve cómo crecieron los desequilibrios desde el comienzo de la EMU, en 1999, hasta 2008 en el norte (representado por Alemania) y en el sur (España, Portugal y Grecia). Y aún peor, estos últimos, aunque se encuentran en una profunda recesión, todavía presentan un déficit de cuenta corriente, lo cual los hace aún más dependientes del endeudamiento externo. Por consiguiente, el endeudamiento externo continúa creciendo año tras año, lo cual ya ha hecho que Grecia, Portugal (e Irlanda) requieran ayuda financiera del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF). Estos préstamos tienen una tasa de interés relativa alta (entre el 5 y el 6% anual) y condiciones muy, pero muy, duras sobre las finanzas públicas. Volveré sobre estas condiciones que parecen no venir al caso dado que el problema principal es la falta de competitividad externa más que el gasto público excesivo.

Gráfico 1 / Superávits y déficits de cuenta corriente de la balanza de pagos



Nota: La balanza de pagos para la eurozona en conjunto se acerca a cero.
Fuente: OECD, Economic Outlook, junio de 2012.

III. Balanza de pagos, desempleo y déficits presupuestarios

Los países de la EMU con mayores déficits de cuenta corriente fueron los más castigados por la crisis financiera que se desencadenó en 2008. Dado que estaban obligados a depender de los préstamos externos, cuando los mercados de capitales internacionales se agotaron tras el colapso de Lehman Brothers, estos países debieron soportar un grave problema financiero. Las tasas de interés se dispararon, especialmente para los países que registraban la deuda externa privada más alta y también los bancos privados (y otras entidades financieras) más débiles: Irlanda, Grecia, Portugal y España.

En estos países, los gobiernos nacionales tuvieron que socorrer al sector financiero de manera tal que dicha ayuda se convirtió, por sí misma, en una carga de deuda sobre las finanzas públicas. Más adelante, la deuda pública se incrementó como consecuencia del aumento del desempleo. De repente, los países débiles del sur de Europa se encontraron con un problema de deuda doble: deuda externa y pública. Para poder comprender realmente este desarrollo es necesario revelar la verdadera causalidad. Hay, por supuesto, varias causas; pero la inestabilidad del sector privado y de los sectores financieros privados parecen ser las dominantes. Pronto se volvió evidente que los países con grandes déficits de cuenta corriente eran los más vulnerables. Estos países basaron, en diversos grados, el crecimiento de sus economías en la expansión de la demanda privada interna, en particular, en el sector de la construcción, que colapsó cuando las tasas de interés comenzaron a subir.

IV. Déficit presupuestarios del sector público: ¿de dónde provienen?

Los déficits y superávits de cuenta corriente de la balanza de pagos dentro de la EMU totalizan cero; pero prácticamente todos los países de la EMU registran un déficit en el presupuesto del sector público. ¿Cómo es posible? En el presente trabajo se demuestra que hay dos tipos diferentes de desequilibrios macroeconómicos que afectan a la EMU: 1) diferentes niveles de costos y 2) falta de demanda efectiva. Esta última no se ha desarrollado como un problema uniforme hasta el estallido de la crisis económica en 2008. El motivo principal del actual déficit del presupuesto público puede atribuirse al desequilibrio significativo en el sector privado entre ahorro e inversión real en todos los países de la EMU. Cuando los ahorros privados superan a las inversiones reales privadas se debi-

lita la demanda efectiva y aumenta el desempleo. En una economía cerrada, la actividad real continuará cayendo hasta que el ahorro y la inversión real se igualen. En este contexto, el déficit público puede contrarrestar la falta de inversión real privada. En los estados de bienestar modernos, los denominados estabilizadores automáticos garantizarán mayores gastos sociales públicos durante una recesión. Cuanto menor sea la magnitud de los estabilizadores automáticos más profunda será la caída del ingreso privado y el empleo. La mayor inversión real pública también puede cubrir parte de la falta de inversiones privadas.

Al final del proceso de ajuste, el superávit financiero privado tiene que coincidir exactamente con el déficit del sector público.¹ Por consiguiente, la causa del déficit público se encontrará generalmente en el desequilibrio del sector privado y el aumento del desempleo. Los países de la EMU que han experimentado un deterioro particularmente importante en los presupuestos públicos también han tenido, sin excepción, el mayor aumento del desempleo. Este aumento puede atribuirse a un colapso en las inversiones privadas (construcción) y en parte a grandes déficits de cuenta corriente.²

Cuando se reconocen estas relaciones causales, también resulta más fácil comprender por qué un enfoque únicamente concentrado en los déficits presupuestarios del sector público, en particular en el sur de Europa, no permitirá superar la crisis económica. El ahorro público tendrá principalmente el efecto de elevar aún más el desempleo, lo que constituye una carga sobre el gasto social y reduce la recaudación impositiva. Los estabilizadores presupuestarios automáticos tienen un tamaño de aproximadamente 0,5% del PIB por cada aumento de punto porcentual en el desempleo. Esto significa que cada vez que la tasa de desempleo sube un punto porcentual el gasto público neto se eleva en un 0,5% del PIB. En España, el desempleo se ha incrementado en 14 puntos porcentuales desde 2007 (ver el Gráfico 2), lo que explica alrededor de 7 puntos porcentuales del deterioro del presupuesto del sector público español.

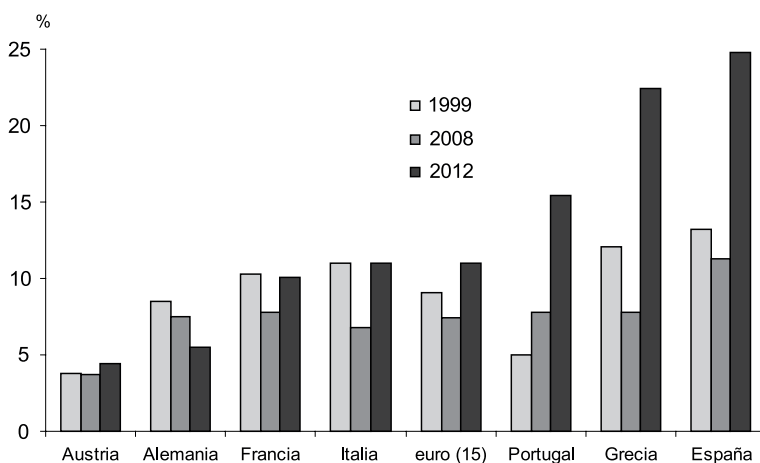
¹ Esta identidad contable es válida para una economía cerrada sin comercio exterior. En este caso, un superávit en el sector privado es, por definición, igual a un déficit similar en el sector público; esto no puede discutirse. Si el comercio exterior se integra en la identidad contable, el superávit de ahorro del sector privado puede usarse para financiar las exportaciones netas al exterior, es decir, un superávit de la balanza de pagos. El punto es que la suma del déficit del sector público y el superávit de cuenta corriente de la balanza de pagos totaliza un superávit financiero en el sector privado, es decir, ahorro financiero que supera a la inversión privada real. Esta es la situación en el norte de Europa. En estos países el superávit de ahorro en el sector privado es tan grande que no sólo puede cubrir el déficit del sector público, sino también el déficit de cuenta corriente en el sur de Europa.

² Grecia, sin embargo, es de algún modo una excepción, porque tenía un déficit significativo en las finanzas públicas incluso antes de que se manifestara la crisis financiera y económica en 2008.

Si la ambición de la política económica es deshacerse del desempleo, el déficit presupuestario y el déficit de cuenta corriente (en el sur), es necesario analizar estos tres desequilibrios al mismo tiempo. Es el ahorro privado excesivo, es decir, la falta de inversión real privada, lo que constituye la principal causa del desempleo y, por lo tanto, de los déficits presupuestarios. La inversión real está contenida por una demanda efectiva débil en todos los países de la EMU³, que a su vez se explica por la falta de capital propio del sector bancario provocada por los préstamos incobrables y, además en el sur, por la pérdida de competitividad. Las tres condiciones han generado una visión pesimista de las perspectivas económicas europeas y sobrecargado los presupuestos públicos de manera tal que ha derivado en una crisis de deuda pública.

Una vez que los desequilibrios macroeconómicos se hacen tan grandes, como lo son hoy, con un desempleo superior al 25%, una deuda externa de más del 100% del PIB y grandes déficits de cuenta corriente, no hay una salida fácil, ni siquiera rápida. Cualquier solución sugerida requiere tanto un conocimiento de las causas de la crisis como una habilidad política considerable para actuar a nivel nacional y europeo para cambiar el rumbo y alejarse del abismo. El enfoque únicamente centrado en la reducción de los ratios de déficit fiscal y deuda pública contenidos en el Acuerdo Financiero sólo parece haber profundizado la crisis europea al aumentar los desequilibrios macroeconómicos en los países de la EMU y entre ellos.

Gráfico 2 / Desempleo



Fuente: OECD, Economic Outlook, junio de 2012.

³ Debido a la alta integración del comercio, el desarrollo económico en la eurozona depende de la demanda efectiva en todos los países. La interdependencia recíproca es bastante alta, lo cual significa que la política fiscal restrictiva en un país tiene un efecto indirecto negativo en otros países de la EMU.

V. Posibles opciones para el futuro

Los dos gráficos anteriores, en conjunto, ilustran el eje de los problemas de desequilibrio de los países de la EMU. Tienen una moneda común, pero sus economías están evolucionando de manera cada vez más diferente, lo cual no puede sostenerse en el largo plazo.

V.1. *Statu quo*

Statu quo significa el enfoque exclusivo en el déficit del sector público. Por consiguiente, el Acuerdo Fiscal, que es sólo una versión ajustada del Pacto de Estabilidad, puede reducir el déficit presupuestario, pero aumentará el desempleo y reducirá las perspectivas de crecimiento, lo cual obstruiría la revitalización de la inversión privada y no contribuiría de manera alguna con una mejora de la posición competitiva de la región sur de Europa. Por el contrario, los recortes continuos del gasto público, que exige Bruselas porque se viola la regla del 3% del PIB, debilitarán aún más el nivel de actividad. De hecho, cualquier límite fijo que se impone al nivel del déficit presupuestario es una causa de inestabilidad en sí misma. Existe el riesgo de que dicha regla debilite el funcionamiento de los estabilizadores automáticos. Por lo tanto, conduce fácilmente a políticas erróneas cuando una meta fija para el presupuesto público se establece independientemente del desarrollo macroeconómico general. Por supuesto, la meta debería diferir de un país a otro para reconocer las diferentes estructuras (y estados de bienestar). Además, el límite de presupuesto debería corregirse, en casos como el reciente, para tener en cuenta el desempleo extraordinariamente alto o la baja inversión privada (superávit de ahorro en el sector privado). Un límite de presupuesto uniforme y fijo para todos los países tiene un efecto desestabilizador porque puede obligar a los países a adoptar una política fiscal anticíclica. Más paradójico aún es que el Pacto de Estabilidad no contemple ningún límite para las economías que atraviesan un auge. Así, los gobiernos de España e Irlanda pudieron estimular una economía ya recalentada en los años anteriores a 2008, porque registraban un superávit en las cuentas del sector público. Esta política demasiado expansionista efectivamente causó inestabilidad. De hecho, el superávit en estos países era demasiado pequeño; pero Bruselas no intervino (y no podía hacerlo), aunque resultaba evidente que el desequilibrio macroeconómico (principalmente en la balanza de pagos) era insostenible, porque el sector privado tenía un déficit de ahorro demasiado grande.

Además, el Acuerdo Fiscal no incluye ninguna consideración de los niveles de costos, la balanza de pagos o la deuda externa. Por consiguiente, mantener el *statu quo* provoca un aumento de los desequilibrios entre los países de la EMU, mayor inestabilidad y, por último, la ruptura inevitable de la Unión Monetaria o parte de ella. Esa podría ser una estrategia deliberada de Alemania, porque nunca aspiró a lograr una unión monetaria de diecisiete (o incluso más) miembros. Finalmente, los alemanes podrían ver cumplida su voluntad de que el tamaño de la EMU se acerque a lo que, en teoría, se denomina “área monetaria óptima”. Si esta zona contendrá a Francia es algo difícil de decir en la práctica.

V.2. Una eurozona (más) federal

Afortunadamente, ante una realidad difícil de negar, cada vez más economistas profesionales entienden que el Acuerdo Fiscal no ofrece una solución a la crisis del euro. La teoría económica dominante se ha desplazado en la dirección de recomendar una coordinación mucho más fuerte de la política fiscal dentro de la EMU para contrarrestar las tendencias de desintegración. El argumento radica en que se debe dar a Bruselas más facultades para garantizar que cada país cumpla con el promedio de los países de la EMU en una serie de variables macroeconómicas. Desafortunadamente, podría temerse que Bruselas esté principalmente preocupada por el nivel de los déficits presupuestarios, pero una parte de la estructura federal puede facultar a Bruselas para que colabore con los países miembros inmersos en problemas que excedan su propio control. En ese sentido, el aumento de los fondos estructurales y de cohesión y la mayor capacidad de préstamo del Banco Europeo de Inversión podrían resultar de utilidad. Se hace referencia a estas propuestas como política financiera relacionada con proyectos, que en alguna medida puede sustituir la falta de inversiones privadas. Esta clase de sugerencias es parte del “paquete de estímulo” lanzado por el presidente francés Francois Hollande, de las cuales sólo algunas han sido adoptadas en la cumbre de la UE celebrada en junio de 2012.

Como parte de una estructura decisoria más centralizada y federal, se ha sugerido la emisión de eurobonos. Si fuera aprobada por Bruselas, esta propuesta implicaría que los déficits públicos de todos los estados miembros podrían financiarse y quedar garantizados con bonos emitidos en nombre de los países de la EMU en conjunto, pero podrían ser usados por cada uno de los países para cubrir (parte de) la deuda pública. Para los países superavitarios, especialmente Alemania, los eurobonos serían una “maldición”. Este país enfrentaría costos de

financiamiento más altos junto con el compromiso de compartir parte del riesgo de los países del sur de Europa. Aun así, cualquier idea de federalismo dentro de la EMU no llega tan lejos. De hecho, el “federalismo” parece ser principalmente sólo un eufemismo para referirse a una aplicación más rigurosa de los requisitos establecidos en el Acuerdo Fiscal. Si esa es la interpretación correcta, el “federalismo” no ofrece una mejor solución que el “*statu quo*” en razón de que en este último caso con frecuencia los países miembros estuvieron exentos de las penalizaciones relacionadas con el Pacto de Estabilidad.

V.3. Mayor flexibilidad nacional, mercados financieros más regulados y retorno a lo básico

Aún se debe analizar si fue demasiado prematuro —y por tanto, un error— establecer una moneda común entre 12 (y más tarde, 17) países de la UE. La teoría económica opera, como se señaló anteriormente, con un concepto analítico de “área monetaria óptima”. Esta teoría, presentada por primera vez por Robert Mundell en 1961, analiza los requisitos que se deben cumplir para que la decisión de establecer una moneda común presente a los países miembros más beneficios que costos. Naturalmente, éste no fue el caso en relación con los 12 países, que incluían países tan distintos entre sí como Grecia y Alemania. Ambos cumplieron con los criterios de convergencia que, como podemos observar en la actualidad, fueron demasiado laxos para tomar una decisión correcta respecto de su admisión. De todos modos, posteriormente se observó que, pese a que los países de la EMU —que originalmente eran 12 y luego pasaron a ser 17— fueron declarados convergentes en 1999, a partir de aquel momento se abrió entre ellos una brecha, que se pone en evidencia a través de observar las variables macroeconómicas relevantes.⁴ Además, se debe recordar que, a lo largo de los dos últimos años, se ha celebrado una cumbre (de crisis) de la EMU cada tres meses. No obstante, las decisiones de estas cumbres no han sido suficientes para cambiar el rumbo de la tendencia a la desintegración. Aparentemente, los participantes no comprendieron cabalmente que los países miembros deben tener un desarrollo paralelo, especialmente en lo que respecta a la competitividad y al desempleo. Si no lo logran, habrá una creciente demanda de flexibilidad y una orientación más nacional en las políticas económicas por parte de los países rezagados: “aparentemente, una única solución no resulta adecuada para todos los países”.

⁴ Los 15 “antiguos” países de la UE podrían haber sido miembros de la EMU en 1999, pero el Reino Unido, Suecia y Dinamarca eligieron mantenerse fuera, aunque cumplían con los criterios de convergencia. Estos tres países tenían dudas de que la moneda común fuera una institución beneficiosa para Europa y, en particular, para cada país.

Como se señaló en la introducción, las uniones monetarias se han puesto a prueba muchas veces a lo largo de la historia, pero fracasaron en cuanto la tensión interna alcanzó un nivel determinado, momento en el cual se desintegraron. La Unión Latina se disolvió en 1914 y dejó a Francia, Bélgica y Suiza con su propia moneda, que conservaba el nombre de “franco”. El patrón oro se disolvió durante los años treinta: Gran Bretaña tomó la iniciativa en 1931, y poco después, fue seguida por los países escandinavos y los Países Bajos. Analizando la historia, podríamos preguntarnos si resultó catastrófico para los países abandonar la unión monetaria. Por supuesto, es difícil dar una respuesta clara dado que depende de qué parámetros socioeconómicos prevalezcan. Haciendo hincapié en la reducción del desempleo, las lecciones aprendidas de los sucesos de los años treinta indicarían que la disolución brindó un margen mayor para que cada país procurara implementar una política económica más expansionista, mediante la cual las cifras de desempleo comenzaran a reducirse. No obstante, los mercados financieros internacionales tuvieron una evolución bastante caótica. Cada país intentó, a través de la depreciación de su moneda, obtener una mejor posición competitiva, lo que derivó en una dinámica de devaluaciones competitivas y aranceles crecientes que difícilmente pudiera beneficiar a algún país.

A partir de estas experiencias, el economista británico John Maynard Keynes sugirió en 1942, que después de la guerra, los mercados internacionales de divisas y de capitales debían adoptar un orden más riguroso. Su propuesta tuvo gran aceptación en 1944, cuando 44 países firmaron el acuerdo de Bretton Woods. Los países participantes aceptaron mantener tipos de cambio fijos, pero pasibles de ajustes conforme a principios estipulados entre todas las partes. Esto significaba que a los países que se encontraban rezagados debido a los altos costos (u otras condiciones que impedían el comercio exterior) se les permitía cambiar su tipo de cambio. Keynes había sugerido, originalmente, que los países que tuvieran superávit de cuenta corriente deberían revaluar su moneda conforme a principios específicos. Si se negaban a revaluar, deberían pagar un determinado “impuesto al superávit” al Fondo Monetario Internacional (FMI). Este acuerdo les habría dado a los países con superávit un incentivo para ampliar su economía interna e incrementar las importaciones, restableciendo así un mejor equilibrio entre países superavitarios y países deficitarios. En aquel momento, Estados Unidos tenía un enorme superávit por lo cual, naturalmente, no estaba dispuesto a aceptar esta parte del plan monetario internacional de Keynes.

Sin embargo, Keynes logró persuadir a los estadounidenses de que aceptaran una prohibición internacional sobre los flujos de capitales especulativos. Keynes había experimentado las consecuencias negativas en los años treinta, en que la especulación masiva contra la libra británica había forzado al gobierno británico a adoptar una política restrictiva con el objeto de proteger su moneda contra estos flujos especulativos. Tales flujos financieros causan alteración, tanto cuando ingresan al país como cuando egresan, porque se mueven con excesiva rapidez y generan tensiones en los mercados financieros y cambiarios, lo cual afecta el desarrollo económico interno.

El sistema de Bretton Woods funcionó bastante bien durante los primeros 20/25 años posteriores a la guerra, cuando Europa Occidental y los EE.UU. experimentaron el mayor crecimiento del PIB visto hasta ese momento (y después). Sin embargo, transcurrido algún tiempo el sistema comenzó a verse debilitado. EE.UU. registró una creciente inflación que impidió que el dólar mantuviera su posición de ancla indiscutible del sistema monetario internacional. Además, el capital financiero encontró vías para eludir la prohibición de las transacciones especulativas. Se estaba gestando el mercado del eurodólar con sede en Londres, por lo cual el presidente Nixon decidió en 1971 liberar el patrón oro-dólar y los tipos de cambio fijos, y permitió que el dólar estadounidense flotara libremente. Esta decisión causó un impacto en los mercados internacionales, pero, al poco tiempo, resultó evidente que la mayor flexibilidad también trajo aparejadas algunas ventajas en relación con vínculos más relajados entre los EE.UU., Europa Occidental y Japón. Por otro lado, el valor del dólar se volvió bastante inestable, lo cual tuvo un efecto desestabilizador sobre la cuenta corriente de la balanza de pagos de EE.UU.

Al abandonar el acuerdo de Bretton Woods, los países de la UE deberían haber reflexionado profundamente sobre qué tipo de sistema cambiario preferían adoptar en el futuro. Deberían haberse preguntado si estaban preparados para adoptar una moneda común. En términos políticos resultaba tentador, ¿pero la teoría del área monetaria óptima no contaría otra historia? La experiencia del patrón oro y del acuerdo de Bretton Woods tendrían que haber llevado a pensar que era necesario adoptar una actitud cautelosa. Los países de la UE aún eran sustancialmente distintos en lo referente a estructuras y aspiraciones económicas. Era obvio que ni siquiera “los nueve” países que conformaban la UE en 1973 estaban cerca de constituir un área monetaria óptima. La medida adoptada en 1991, por la cual se firmó el Tratado de Maastricht y se acordó la unión mo-

netaria fue prematura. Todos lo sabían; pero en ese momento, en que estaba a punto de producirse la unificación de Alemania, nadie se atrevió a cuestionar la idea de una moneda europea común.

Hoy, en medio de la crisis económica, ha quedado demostrado que el diseño de la Unión Monetaria Europea tuvo falencias desde su concepción. En la actualidad, los argumentos a favor del euro plantean que esta moneda es una realidad con la que debemos aprender a vivir y a la cual debemos adaptarnos. La conclusión sólo resulta válida si los países participantes estuvieran dispuestos a pagar el precio de vivir con una EMU cuyo funcionamiento es deficiente. Pero nadie parece estar dispuesto a pagar este precio —el alto precio— de las aspiraciones políticas fallidas. El interrogante que se analiza cada tres meses en las cumbres de la UE es cómo minimizar estos costos, lo cual requiere una intervención financiera cada vez mayor para evitar un colapso.

Debo admitir que, desde mi perspectiva, resulta difícil imaginar un futuro en el que continúen creciendo el nivel de desempleo, los déficits de balanza de pagos y las deudas externa y pública. Antes de que sea tarde, alguna parte tiene que ceder: si Alemania no adopta una actitud menos restrictiva con respecto al apoyo mutuo, los países del sur se retirarán uno por uno.

La tercera opción para resolver la crisis de la EMU debe ser más realista. Si no se adopta una iniciativa política contundente, las fuerzas del mercado o las políticas nacionales marcarán la nueva agenda monetaria en Europa, pero de un modo impredecible. Lo único que resulta bastante certero es que algo debe ocurrir —la continuidad de *statu quo* es muy poco probable—. Es preciso lograr una mayor flexibilidad nacional. Esto significaría que algunos de los países del sur modifiquen su acuerdo monetario con el resto de los países de la EMU. Esto se puede llevar a cabo de distintas maneras, pero siempre estará precedido por un cierre temporario de las fronteras financieras del país que celebre un nuevo acuerdo. La gran pregunta es, en este caso, cómo se valuarán los activos y pasivos extranjeros. Los contratos financieros internos se pueden convertir a una nueva moneda, llamémosla euro-dracma. Cuando se resuelva esta cuestión vinculada con la valuación en moneda extranjera —idealmente de manera pacífica, con la comisión de la UE como árbitro—, el mercado cambiario podrá abrirse nuevamente. En el caso de una moneda para el sur de Europa, el nuevo tipo de cambio de la moneda deberá ser considerablemente menor (en este sentido, la experiencia de Islandia puede resultar útil como caso de estudio).

A través de un tipo de cambio más flexible, el país puede volver a ganar parte de su competitividad internacional; no obstante, en cualquier caso, llevará algún tiempo retomar el sendero del crecimiento. El nuevo valor de la moneda, sustancialmente menor, implicará pérdidas patrimoniales bastante considerables, especialmente para aquellos que habían tomado préstamos internacionales en euros. Será difícil que estos contratos puedan renegociarse voluntariamente; por lo tanto, no podrán evitarse algunos incumplimientos privados. Por el contrario, las personas que hayan fugado su riqueza, en forma lícita o ilícita, hacia bancos en el extranjero deberían ser obligadas a pagar un impuesto. A tal efecto, la UE puede ser de gran utilidad. En el caso de una salida del euro, es importante también que las instituciones europeas brinden apoyo y colaboración. Existe una responsabilidad recíproca en relación con las dificultades del euro; no obstante, los países deficitarios ya han soportado una parte desproporcionada de los costos del ajuste. Durante un período determinado, los demás países de la EMU deberían aceptar que la nueva moneda nacional debe ser protegida mediante el control de capitales y los impuestos sobre las ganancias de capital en contratos en divisas.

El apoyo de las instituciones de la UE es de vital importancia para la transformación exitosa de la eurozona en un área monetaria óptima compuesta por, supongamos, seis países miembros. Afortunadamente, existen muchos ejemplos, incluso algunos recientes, de uniones monetarias que se han disuelto de manera ordenada y manteniendo el respeto mutuo. Por ejemplo, el Reino Unido e Irlanda disolvieron su unión monetaria en 1979, porque Irlanda deseaba ingresar en el Sistema Monetario Europeo (SME). Cuando Checoslovaquia se dividió en 1992, cada país tuvo su propia moneda sin grandes dificultades. Si la división se realiza con el acuerdo de las partes, los problemas pueden superarse de manera relativamente equitativa; aunque, por supuesto, no se puede evitar el daño financiero.

Las dificultades de la EMU no pueden atribuirse a la gente común, sino a los políticos que pecan de excesivo optimismo. En este caso, se necesitará una gran dosis de solidaridad por parte de los países ricos de la UE para brindar apoyo a los ciudadanos de los países que deben retirarse de la Unión Monetaria Europea después de haber luchado sin éxito, durante varios años, para cumplir con los requisitos draconianos de la Troika (compuesta por la Comisión de la UE, el BCE y el FMI). A estos países se les debería brindar asistencia. Incluso, también debería destacarse que la salida de la Unión Monetaria Europea no debería implicar despedirse de la Unión Europea. La participación continua en el mercado único de bienes redundaría, indiscutiblemente, en beneficio de todas las partes.

Por último, todo el sistema de la UE debería volver a analizar el dogma de las transacciones financieras libres y virtualmente no reguladas entre países. Keynes estaba en lo cierto: el capital financiero especulativo constituye un impedimento para la política económica y, por lo tanto, para la promoción del “crecimiento, la prosperidad y el desarrollo sostenible”. Los movimientos de capitales especulativos incrementan la volatilidad de las tasas de interés, particularmente en los países más débiles, mientras que el temor a la reacción impredecible de los mercados financieros hace que los políticos europeos queden prácticamente paralizados y sólo se atreven a sugerir políticas que tienden a conformar al mercado.

VI. Reflexiones finales sobre la UE

Es el momento propicio para repensar el modo en que se ha desarrollado el proyecto europeo. Originalmente, el fundamento político y económico de la UE era “paz y democracia”. Actualmente, el proyecto parece haber devenido en consideraciones únicamente económicas dominadas por los fracasos de la moneda común, mercados financieros descontrolados y políticos paralizados por la ideología liberal dogmática. Existe el riesgo de que esta situación deteriore el proceso de integración europea de tal forma que ya no sea una cuestión de “cómo salvar al euro” sino de “cómo salvar a la UE” de la desintegración. Podría y debería ser todo el proyecto europeo (la UE) el que se incluya en la agenda de las cumbres, donde se les recuerde a los participantes que el objetivo de la UE está más relacionado con la paz y la democracia que con la economía. Esta última es, en el mejor de los casos, un instrumento para conseguir las metas primarias. Nadie puede poner en duda que “la paz y la democracia” son mucho más importantes que una unidad de cuenta europea común. Quienes señalan que la UE llegará a su fin junto con la disolución parcial del euro no han entendido cuál es el verdadero desafío que enfrenta Europa: cómo reorganizar la cooperación monetaria en la UE de manera tal de detener el proceso de desintegración. Esto requerirá cierto desmantelamiento del rígido pacto fiscal y la creación de un sistema monetario fijo, pero con flexibilidad.

Referencias

Amoroso, B., y J. Jespersen (2012). *L'Europa oltre l'Europa*, RX-CastelVecchi, Rome.

Committee on the Study of Economic and Monetary Union (1989). Report on Economic and Monetary Union in the European Community, Luxembourg: Office for Official Publications of the European Communities (Delors-Committee).

Davidson, P. (2009). *The Keynes Solution*, Edward Elgar, Cheltenham.

De Grauwe, P. (2007). *Economics of Monetary Union*, 7th ed, Oxford University Press, Oxford.

Eyraud, L., y A. Weber (2013). "The Challenge of Debt Reduction during Fiscal Consolidation", IMF Working Paper, 13/67.

Hoffmeyer, E. (2005). *The Political History of the Economic and Monetary Union*, Syddansk Universitets Forlag, Odense.

Issing, Otmar m. fl. (2001). *Monetary Policy in the Euro Area, Strategy and Decision Making at the European Central Bank*, Cambridge University Press, Cambridge.

Jespersen, J. (2002). Why so much macroeconomic disagreement on the EMU? Money, Macroeconomics and Keynes, en Arestis, P., S, Dow y M. Dessai (eds.), *Festschrift to Victoria Chick*, Routledge, London.

Jespersen, J. (2004). "The Stability Pact: a Monetary Strait Jacket", en Ljungberg, J. (ed.), *The Price of the Euro*, Palgrave Macmillan, Basingstoke.

Jespersen, J. (2005). "Exchange Rate Arrangements and EU Enlargement", en Rochon, L., y S. Rossi (eds.), *Monetary and Exchange Rate Systems – a Global View of Financial Crises*, Edward Elgar, Cheltenham.

Keynes, J. M. (1972-1989). Vols. I-XXX, en Moggridge, D. (ed.), *The Collected Writings (CWK)*, Macmillan & Cambridge University Press for The Royal Economic Society.

Keynes, J. M. (1919). *The Economic Consequences of the Peace*, Vol. II en CWK.

Krugman, P. (2012). “Nobody Understands Debt”, *New York Times*, 1 de enero.

Mundell, R. (1961). “A Theory of Optimal Currency Areas”, *American Economic Review*, 51.

Mundell, R. (1973). “Uncommon Arguments for Common Currencies”, en Johnson, H., y A. Swoboda (eds.), *The Economics of Common Currencies*, Allan & Unwin, London.