



# Cómo resolver las fallas en la UEM

**La supervivencia a largo plazo de la zona del euro requiere una transformación fundamental de la formulación de políticas económicas**

*Florence Jaumotte*

**D**URANTE su primera década, el euro cumplió sus promesas. La Unión Económica y Monetaria (UEM) contribuyó a una sólida integración económica y financiera entre sus miembros e impulsó un proceso de convergencia para los países más pobres en la periferia geográfica de Europa, respaldado por la entrada de capitales provenientes de los países más ricos del norte de Europa. El aparente éxito de la UEM hizo que muchos se olvidaran de algunas reticencias iniciales. ¿Era realmente una unión monetaria óptima? ¿Tendrían los países suficiente flexibilidad para hacer frente a shocks sin recurrir al tipo de cambio o a una política monetaria independiente? ¿En realidad no importaban los desequilibrios en cuenta corriente en una unión monetaria?

Estas preguntas han resurgido ahora con más fuerza. Está claro que los desequilibrios importan. Muchos países se ven abrumados por los altos niveles de deuda pública y privada y por la

caída de los mercados inmobiliarios. El capital privado huye de la periferia más deprisa de lo que entró. La presión se ha propagado al resto de la zona del euro, por lo que las autoridades de política económica se enfrentan ahora a una crisis más amplia y casi existencial.

Esto plantea dos preguntas: ¿Cómo pudieron salir tan mal las cosas? ¿Qué se puede hacer para evitar que se repitan estos problemas?

## **El peso de la fama**

La UEM funcionó casi demasiado bien. En el camino hacia la unión monetaria, los países aplicaron reformas para cumplir los criterios fiscales y de inflación exigidos para ingresar en el club. Estas mejoras y la eliminación del riesgo de tipo de cambio se tradujeron en una reducción del costo de endeudamiento para los países que adoptaron el euro, lo que ayudó a lograr la sostenibilidad fiscal para todos. Las favorables perspectivas de crecimiento de los países de la periferia atrajeron abundantes flujos de capital durante un período de estabili-

Banderas de la UE flameando ante el edificio de la Comisión Europea en Bruselas, Bélgica.



dad macroeconómica y alto crecimiento en varios países de la zona del euro.

Sin embargo, el entorno de bajas tasas de interés condujo a un endeudamiento excesivo y creó burbujas en algunos países de la periferia, que comenzaron a vivir por encima de sus posibilidades acumulando deudas sobre todo con otros países de la zona del euro. Esta situación habría sido aceptable si los recursos tomados en préstamo se hubieran utilizado para aumentar la capacidad de producción. Pero gran parte del dinero se destinó a la inversión inmobiliaria, a otros sectores de bienes no transables y al consumo público y privado. El consiguiente aumento de la demanda interna presionó los salarios y precios al alza, lo que redujo la competitividad con respecto al resto del mundo.

### Aumento de los desequilibrios

Las políticas e instituciones nacionales, los mercados financieros y la falta de una coordinación adecuada de la política económica de la zona del euro contribuyeron a aumentar los desequilibrios.

Primero, *las autoridades de política económica adoptaron una perspectiva muy cortoplacista*. Algunos gobiernos se embarcaron en una carrera de gastos (Grecia, por ejemplo, y en menor medida Portugal), lo que agravó el auge de la demanda interna derivada del flujo de crédito. En otros casos, los gobiernos no lograron controlar el auge de la demanda privada. Como ocurre a menudo, se pensó erróneamente que los aumentos temporales del producto generados por un sector inmobiliario excesivamente grande y los elevados ingresos tributarios representaban mejoras permanentes de la situación presupuestaria, y se utilizaron para financiar recortes de impuestos y aumentos de gastos que resultaron insostenibles cuando estalló la crisis.

Segundo, *la estructura de los mercados de productos y de trabajo dio lugar a aumentos excesivos de salarios y precios*. Especialmente en los países de la periferia, la limitada competencia en el sector de servicios permitió a las empresas subir los precios y conceder grandes aumentos salariales porque estos costos podían trasladarse a los consumidores a través de aumentos de precios. En la negociación salarial entre los interlocutores sociales a nivel de cada región o industria a menudo no se consideró el impacto de las demandas salariales excesivas sobre el nivel global de empleo y la competitividad.

Tercero, *los mercados financieros no consiguieron imponer disciplina de mercado*. Aunque el modelo de crecimiento era cada vez más insostenible y la deuda externa de los países de la periferia aumentaba, los mercados financieros así como los reguladores y supervisores se mostraron poco preocupados por la situación hasta mediados de 2007. Esto podría atribuirse en parte a una menor aversión mundial al riesgo durante este período. Las crisis financieras a gran escala parecían una posibilidad remota, lo que dio lugar a un comportamiento más arriesgado en materia de inversiones. Además, con la creación de la UEM, se pensó que los desequilibrios en cuenta corriente no tendrían importancia y que el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) sería suficiente para evitar crisis.

Cuarto, los desequilibrios surgieron debido a la *falta de una coordinación adecuada de la política económica a nivel de la zona del euro*. El PEC no se aplicó de manera coherente, y fue incumplido abiertamente incluso por algunos de los países más

grandes. La incapacidad de la zona del euro para monitorear y exigir el cumplimiento del PEC contribuyó a la crisis de la deuda soberana de Grecia.

La falta de avances hacia el federalismo fiscal también puede ser en parte la causa de la aparición de desequilibrios, dado que la unión monetaria no disponía de mecanismos para mitigar las perturbaciones económicas regionales. El Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF) y la reciente propuesta de creación de una autoridad fiscal de la zona del euro permitirán en cierta medida distribuir el riesgo y fortalecer la estructura de gobierno, pero llegaron demasiado tarde para evitar la crisis actual.

Por último, la coordinación de las políticas de regulación y supervisión del sector financiero fue insuficiente, por lo que fue difícil detectar situaciones de exposición o endeudamiento excesivo. La aplicación de una regulación bancaria más estricta a nivel de toda la zona del euro podría haber ayudado a evitar la formación de burbujas en los países de la periferia.

### Cómo resolver los problemas de la unión monetaria

El debate sobre los mecanismos necesarios para asegurar el funcionamiento eficaz de la unión monetaria no es nuevo. La teoría de la zona monetaria óptima hace hincapié en la flexibilidad de precios y salarios, la movilidad de la mano de obra y las transferencias fiscales como mecanismos de ajuste cuando no existe un tipo de cambio ni una tasa de interés nacional. Esta flexibilidad permite a un país ajustarse a los shocks económicos adversos y restablecer la competitividad reduciendo los salarios y precios en relación con otros países. La movilidad de la mano de obra permite a las personas trasladarse hacia regiones de crecimiento más rápido, y las transferencias fiscales bien concebidas de los países o regiones más fuertes a las más débiles pueden ayudar a moderar el ajuste.

Pero si bien el debate inicial se centró en cómo se ajustaría cada país a los shocks negativos, los años anteriores a la crisis económica mundial pusieron de manifiesto otro desafío: cómo evitar burbujas de la demanda interna en una unión monetaria. Estas burbujas tienen consecuencias indeseables y permanentes: los consiguientes aumentos de salarios y precios son difíciles de revertir en una unión monetaria, y las burbujas financiadas con deuda exponen al país al riesgo de refinanciación cuando se debilita la confianza.

Esto plantea otro desafío que afecta específicamente a las uniones monetarias: cómo prevenir los ataques especulativos contra algunos países sin poder recurrir al tipo de cambio ni a un prestamista nacional de última instancia.

### Los cuatro requisitos esenciales

Teniendo en cuenta estos desafíos, ¿cuáles serían los requisitos indispensables para el buen funcionamiento de una unión monetaria en Europa?

1. **Mayor disciplina fiscal.** Las reformas deben reforzar la disciplina fiscal a nivel nacional y promover el uso anticíclico de la política fiscal. El programa de reformas de la estructura de gobierno económico aprobado por la UE en octubre de 2011 va en esta dirección: limita el crecimiento del gasto, permite activar los procedimientos de déficit excesivo para los países con un nivel de deuda superior al límite del 60% establecido en el Tratado de Maastricht, y refuerza el cumplimiento a través de sanciones más



rápidas y semiautomáticas. Sin embargo, las nuevas medidas no modifican considerablemente los incentivos para la aplicación de políticas fiscales responsables. Para asegurar una disciplina sin fisuras, deberían considerarse las medidas siguientes:

- Incorporar reglas de presupuesto estructural equilibrado en la norma constitucional en cada país, como se hizo en Alemania.
- Reforzar la supervisión fiscal a través del PEC, entre otras formas mediante la puesta en marcha de procedimientos de déficit excesivo. Una medida aún más firme sería someter los presupuestos nacionales que incumplan los límites del PEC al veto de una autoridad fiscal de la zona del euro, establecida conjuntamente por el Consejo y la Comisión.

- Introducir un sistema automático de transferencias fiscales en toda la UE para contrarrestar shocks temporales en un país específico. Sin un control sobre las tasas de interés, el gasto nacional y las políticas tributarias son los principales instrumentos para regular la actividad interna y enfriar una demanda excesiva. Este sistema ayudaría a los países a ahorrar más en épocas de bonanza porque parte del aumento temporal de los ingresos fiscales se transferiría al presupuesto central, en lugar de financiar un crecimiento del gasto primario difícil de revertir.

2. *Instrumentos más eficaces para luchar contra las crisis.* La zona del euro necesita un sistema de defensa común para evitar que los países entren en el círculo vicioso de los ataques especulativos, sin poner en peligro los incentivos para la disciplina fiscal.

En el marco del nuevo FEEF (que más adelante se convertirá en el Mecanismo de Estabilidad Financiera), un país miembro puede recibir asistencia mediante garantías o préstamos de otros países. Pero hasta el momento los recursos comprometidos son limitados, lo que pone en duda la eficacia de este nuevo fondo para contingencias.

A corto plazo, ahora que la zona del euro se enfrenta a una crisis de confianza, el Banco Central Europeo (BCE) podría contribuir aún más a mantener condiciones monetarias uniformes en toda la unión monetaria. Pero esto tiene sus desventajas. La intervención del BCE puede debilitar la necesidad de llevar a cabo el ajuste y poner en peligro su independencia y credibilidad. A más largo plazo, la emisión de bonos comunes es una opción atractiva y una forma creíble de integración fiscal.

3. *Mayor competitividad.* Los precios y salarios deben fijarse con vistas a preservar o recuperar la competitividad. Hasta el momento, no se ha llevado a cabo una reforma fundamental de los mercados de trabajo y de productos de la zona del euro en relación con este objetivo.

El nuevo “procedimiento de desequilibrios excesivos” adoptado en el otoño de 2011 tiene por objeto monitorear la competitividad y el endeudamiento y asegurar que los países respondan de manera adecuada y aborden rápidamente los desequilibrios emergentes, pero no puede ser eficaz en las condiciones actuales. Los compromisos contraídos por los dirigentes nacionales en el marco del Pacto por el Euro Plus para reforzar la competitividad y el empleo no responden a las expectativas. También deberían utilizarse más activamente instrumentos de gestión de crisis para condicionar el apoyo financiero a la aplicación de reformas estructurales, como sucede cada vez en mayor medida con los países que reciben apoyo financiero a través de los programas de ajuste respaldados conjuntamente por la UE y el FMI.

Algunas instituciones de los mercados de productos y de trabajo contribuyen más que otras al ajuste. Cuando las instituciones del mercado de trabajo consideran que mantener la competitividad — y por ende el empleo — es una responsabilidad compartida, los niveles de crecimiento y el empleo suelen aumentar.

La plena descentralización a nivel de cada empresa o la coordinación nacional de la determinación de salarios parece ser más eficaz, en particular si los salarios no están indexados por inflación. La protección laboral para todos los trabajadores y la eliminación de obstáculos a la contratación y al despido también son beneficiosas, junto con la implementación de políticas activas del mercado laboral e indemnizaciones por desempleo adecuadas. La reforma del mercado de trabajo debería complementarse con una mayor competencia, especialmente en los sectores de bienes no transables protegidos de la competencia externa.

4. *Salvaguardias financieras en toda la zona del euro.* Los flujos de capital transfronterizos en la zona del euro aumentaron drásticamente al establecerse la UEM y eliminarse el riesgo de tipo de cambio, aunque la crisis actual ha provocado una retracción de dichos flujos. Las instituciones deben adaptarse a la realidad de un sistema financiero muy interconectado y a la necesidad de quebrar el círculo vicioso entre las finanzas públicas débiles y los bancos débiles. La supervisión en la zona del euro debe controlar de manera firme la exposición o expansión excesiva de los sistemas bancarios. Los bancos ya no pueden considerarse instituciones puramente nacionales: es necesario adoptar un enfoque para la gestión y resolución de crisis en toda la zona.

Probablemente los mayores avances en la reforma se han logrado en el ámbito financiero, gracias a las nuevas Autoridades Europeas de Supervisión encargadas de coordinar la supervisión microprudencial y el establecimiento del Consejo Europeo de Riesgo Sistémico, encargado de la supervisión macroprudencial a escala europea. Sin embargo, el programa de trabajo y su implementación deben ser más ambiciosos, y debe avanzarse más deprisa hacia la adopción de un código normativo único, una autoridad de resolución europea y programas de garantía de depósitos y de resolución unificados.

Por último, deberían eliminarse los obstáculos a los flujos de capital. Estos flujos amortiguan el impacto de una crisis porque los inversionistas privados distribuyen las pérdidas, aliviando parte de la carga del ajuste que recae sobre los deudores.

En conclusión, para resolver los problemas actuales y evitar nuevos desequilibrios se requiere una transformación fundamental de la formulación de políticas económicas a escala nacional y de la zona del euro más allá de las medidas adoptadas en los últimos meses, a fin de asimilar plenamente las limitaciones de una unión monetaria. Solo en ese caso podrán los 17 países miembros aprovechar totalmente y de manera segura los beneficios de la moneda común europea. ■

*Florence Jaumotte es Economista Principal en el Departamento de Europa del FMI.*

---

*Este artículo se basa en el Documento de Análisis del Personal Técnico del FMI (de próxima publicación): “Imbalances in the Euro Area: How to Prevent Their Recurrence” de Florence Jaumotte, Fabian Bornhorst, Anna Ivanova, Yuko Kinoshita, Hanan Morsy, Esther Pérez, Thierry Tresselt, Irina Tytell, Jérôme Vacher, Sebastian Weber y Johannes Wiegand.*