

¿Está el euro en su mejor momento?

Charles Wyplosz

El euro ha demostrado ser un refugio seguro para los países que tuvieron la suerte de entrar a tiempo en este exclusivo club

HACE UN par de años, cuando nos preparábamos para celebrar el décimo aniversario del euro, muchos señalaron que la nueva moneda todavía no se había enfrentado a ningún desafío importante. ¡Quién se lo iba a imaginar! La crisis financiera —y ahora económica— ha presentado un gran número de desafíos a la zona del euro. En Europa, muchos consideran que el impacto que ha tenido la adopción de una moneda única ha quedado claramente demostrado y que el euro se encuentra ahora en plena ascensión. Estoy de acuerdo con lo primero pero dudo seriamente de lo segundo.

La moneda única se creó fundamentalmente para evitar ataques especulativos contra los tipos de cambio porque las fluctuaciones cambiarias fuertes son perjudiciales para el mercado único de bienes y servicios de la Unión Europea. Así que la decisión de adoptar el euro se tomó en el momento en que se liberalizaron los movimientos de capitales (Baldwin y Wyplosz, 2009).

La principal enseñanza de la crisis es que este objetivo se ha logrado. La corona sueca y la libra esterlina se han depreciado fuertemente. Casi todas las monedas de Europa central y oriental han sido muy volátiles. Algunos de estos países han solicitado apoyo al FMI, y les queda mucho camino por recorrer para salir de la crisis. En cambio, algunas economías avanzadas de Europa, como Austria, Grecia e Irlanda, atraviesan momentos extremadamente difíciles debido a las tensiones bancarias o a la precaria situación de las finanzas públicas, o a ambas cosas. Pero no deben preocuparse por sus monedas, porque no las tienen. El euro funciona, lo que no es poco en los tiempos que corren.

¿Es un refugio seguro?

Y, sin embargo, el euro no ha protegido totalmente a algunos países de las presiones especulativas, que se han traducido en amplios diferenciales de los bonos públicos. En crisis anteriores,

los diferenciales se ampliaron considerablemente cuando surgieron presiones sobre los tipos de cambio que, en muchos casos, dieron lugar a depreciaciones o devaluaciones. Muchos analistas interpretaron los diferenciales en términos del principio de la paridad de las tasas de interés, según el cual estos envían señales de las depreciaciones esperadas (aunque, como es bien sabido, este principio no siempre funciona).

La aparición de los diferenciales dentro de la zona del euro refleja que los mercados creen que el país podría abandonar el euro o que el gobierno podría incumplir total o parcialmente el pago de sus obligaciones de deuda, o ambas cosas. Los medios de comunicación han barajado la posibilidad de que algunos países abandonen la zona del euro, pero la mayoría de los analistas la han descartado porque los costos que ello implicaría para el país que lo hiciera serían mucho mayores que los beneficios, especialmente en medio de una crisis. Por lo tanto, es probable que los diferenciales reflejen primordialmente los riesgos de incumplimiento, que pueden o no justificarse. Lo importante, en este caso, es que se trata de algo perfectamente normal dentro de una zona cambiaria. De hecho, los muy bajos diferenciales observados antes de la crisis se consideraron, en algunos casos, como algo raro, y algunos analistas incluso señalaron que los mercados no se mostraban lo suficientemente sensibles a los altos niveles de deuda pública. Ahora parece que los mercados son demasiado sensibles.

El europesimismo se convierte en optimismo

Los miembros de la Unión Europea que no pertenecen a la zona del euro han visto ahora hasta qué punto es importante la moneda única. En Dinamarca, que negoció una cláusula de exención en 1992, la protección ofrecida por el euro durante esta crisis ha tenido un impacto en el país: los daneses, que votaron en dos ocasiones



contra la adopción del euro, podrían abandonar ahora su arraigada oposición al ingreso de su país en la unión monetaria.

Esta cuestión también suscitó un breve debate en el Reino Unido, pero solo ha servido para afianzar la oposición generalizada al euro. En Suecia ocurrió casi lo mismo: los suecos también votaron en contra de la adopción del euro.

Los demás países que ingresaron en la Unión Europea en 2004 aún no han cumplido los criterios de adhesión al euro por muy diversas razones. Al dejarlos fuera del club muchos de estos países se mostraron reacios a ingresar en la unión monetaria, pero la crisis les está llevando a reconsiderar esta decisión. No obstante, deben hacer frente a los mismos criterios rigurosos de admisión, los denominados criterios de Maastricht.

Estos criterios se elaboraron hace casi 20 años en un entorno muy diferente. La inflación se había reducido justo en ese momento —y, en algunos países, de manera apenas apreciable— después de un largo período de inestabilidad de precios. Se consideró que el Banco Central Europeo (BCE) debía establecer rápidamente su credibilidad en la lucha contra la inflación. Esto significó que para ser admitidos en la zona del euro los países tenían que demostrar su firme compromiso con la estabilidad de precios, de ahí las rigurosas condiciones de entrada.

Sin embargo, ahora que el BCE ha logrado un alto grado de credibilidad ante los mercados, esta cautela no es necesaria, si es que lo fue en algún momento. Los gobernadores de los bancos centrales de los nuevos Estados miembros ingresarán en un consejo directivo de bancos centrales que se basa en procedimientos bien establecidos. Dados los riesgos poco significativos de que se admita a un país que se considere que “aún no está

preparado” conforme a ciertos criterios obsoletos y las distorsiones significativas que afectan al mercado único de la Unión Europea debido a las fuertes depreciaciones cambiarias derivadas de la crisis, cabría esperar que los criterios de Maastricht finalmente se pongan a un lado. Quizá no resulte sorprendente que los países que actualmente son miembros de la zona del euro hayan reiterado que deben cumplirse las reglas. El BCE también las está cumpliendo, aunque ha considerado necesario establecer líneas de *swap* con varios bancos centrales que se encuentran bajo presión en Europa central y oriental.

Un único órgano regulador para un mercado único

Es posible que tampoco se adopte otra enseñanza primordial de la crisis. Desde el principio quedó claro que el funcionamiento de una zona monetaria con tantos órganos de regulación y supervisión como países miembros era una tarea peligrosa (Begg *et al.*, 1998). Durante mucho tiempo, los bancos actuaron primordialmente a nivel nacional, por lo que era menos necesario centralizar la información y estar preparados para desempeñar una función de prestamista internacional de última instancia.

No obstante, si se adopta una moneda única es lógico que el sistema bancario sea cada vez más paneuropeo, y que los bancos operen a nivel internacional y tengan accionistas de muchos países. Y esto es exactamente lo que ha ocurrido, gracias en parte a los esfuerzos de la Comisión Europea. Lamentablemente, dos de estos grandes bancos transnacionales —Fortis y Dexia— quebraron como consecuencia de la crisis financiera, lo que condujo a la adopción de desastrosas medidas de emergencia que tuvieron resultados desastrosos.

Cabe esperar que la crisis ayudará a reducir la resistencia de los países a una regulación y supervisión centralizadas. Para impulsar este proceso, un comité, dirigido por Jacques de Larosière, propuso recientemente la creación de un Consejo Europeo de Riesgo Sistémico y un Sistema Europeo de Supervisión Financiera, con poderes sobre la actuación de los órganos de regulación y supervisión nacionales.

Reacciones ante la crisis

¿Cómo ha funcionado la gestión de las políticas macroeconómicas en la zona del euro hasta el momento? El BCE hizo frente de manera inmediata y decisiva a las turbulencias en el mercado interbancario derivadas de la crisis financiera inyectando cantidades de liquidez sin precedentes en los mercados. Estableció rápidamente una dicotomía entre sus dos funciones básicas. Para lograr un funcionamiento ordenado de los mercados financieros, proporcionaría toda la liquidez que fuera necesaria. El suministro de liquidez, sin embargo, no interferiría con la fijación de las tasas de interés, que seguiría estando impulsada por los objetivos de política monetaria o, por lo menos, eso se argumentó.

Los dos objetivos intermedios del BCE —establecer la tasa de referencia y cerrar la brecha entre las tasas interbancarias y las de referencia— se mantuvieron temporalmente desarticulados. La dicotomía tenía lógica, pero solo hasta cierto punto. De hecho, uno de los principales canales de transmisión de la política monetaria es la tasa de mercado y, por lo tanto, esta es por lo menos tan importante como la tasa de referencia para la política monetaria. La confianza en esta dicotomía ayuda a explicar por qué el BCE se demoró 14 meses en comenzar a reducir su tasa de referencia, y que lo hizo por primera vez en octubre de 2008, después de un último aumento que tuvo lugar a finales de julio de 2008.

El BCE estaba más preocupado por la inflación, que aumentó gradualmente desde 2006, que por el crecimiento y el desempleo. El BCE, junto con la mayoría de los analistas, no previó que la crisis financiera finalmente provocaría una recesión. Dado que la política monetaria opera con grandes rezagos, el BCE debería haber comenzado a reducir la tasa de interés de referencia mucho antes. Por supuesto, ahora nos parece obvio, pero no lo era en ese momento. Aun así, en comparación con algunos de los principales bancos centrales, el BCE se demoró en aplicar una política monetaria más expansiva. Tal vez sea injusto describir la situación de esta forma, pero nos ayuda a explicar en cierta medida por qué algunos países de la UE se muestran reacios a renunciar a su independencia en materia de política monetaria.

La respuesta también fue moderada en el ámbito de la política fiscal, que sigue siendo de la exclusiva potestad de las autoridades nacionales. Muchos gobiernos consideraron que los estabilizadores automáticos serían suficientes para contrarrestar los efectos macroeconómicos de la crisis financiera. Con pocas excepciones, el estímulo fiscal discrecional ha sido bastante moderado.

Esta respuesta fiscal moderada puede atribuirse en parte al Pacto de Estabilidad y Crecimiento, que impone un límite a los déficits presupuestarios. A medida que se ha agudizado la recesión, el pacto se ha ido poniendo discretamente a un lado porque permite cierta flexibilidad en “circunstancias excepcionales”. No obstante, este podría constituir un ancla eficaz para limitar las desviaciones que serán difíciles de corregir cuando termine la recesión.

Por lo tanto, ahora que el euro demuestra que es eficaz y que está listo para reclutar nuevos adeptos, las autoridades económicas muestran una prudencia considerable —algunos dirían excesiva— en el ámbito de las políticas macroeconómicas y en sus relaciones con los posibles nuevos miembros. ¿Temen que el barco se tambalee? ¿Creen que es difícil coordinar circunstancias económicas muy diferentes? ¿Falta un marco común de análisis?

Por fin se demuestra que el euro funciona

Por otra parte, Europa quiere demostrar que el euro funciona. En septiembre de 2008, por ejemplo, Peer Steinbrück, Ministro de Hacienda de Alemania, señaló que “Estados Unidos dejará de ser la superpotencia del sistema financiero mundial. No será la única potencia que definirá las normas y los productos que se negociarán en todo el mundo. El dólar seguirá siendo una moneda muy confiable e importante, como el euro, el yuan y el yen, así que creo que comenzarán a verse algunos cambios”.

Muchos europeos creen que la sugerencia de China de que la hegemonía del dólar debería acabarse es una señal potente en el mismo sentido. Conscientes de que las monedas dominantes pueden perder su hegemonía después de una fuerte reestructuración, creen que la actual crisis financiera es el detonante de esta pérdida de hegemonía. Después de todo, afirman, la crisis se originó en Estados Unidos y puso de relieve los fallos en el sistema bancario anglosajón.

El tiempo dirá, pero me temo que los europeos se llevarán una gran decepción. La prudencia es una virtud, pero tiene sus costos. La regulación financiera no es una cuestión de más o de menos, sino de calidad a la hora de formular normas e implementarlas. Ni la historia —ni los debates actuales— muestran que Europa tenga una ventaja comparativa en estos ámbitos. El dólar tal vez ya no brille tanto, pero la lenta respuesta de la zona del euro a la crisis y, a más largo plazo, su menor tasa de crecimiento tendencial no colocan a Europa en una trayectoria económica y financiera ascendente.

Se observa esta tendencia ascendente en Asia, pero los mercados financieros de la región están muy lejos de representar un reto para Nueva York y Londres y, por otro lado, está la cuestión del declive demográfico de Asia. Además, cualquier reequilibrio de fuerzas dentro de las instituciones financieras internacionales conducirá inevitablemente al fin de la sobre-representación histórica de Europa.

Una apuesta creíble sería que la crisis contribuirá a mejorar la regulación del sistema financiero anglosajón, más dominante que nunca, el cual influirá aún más en los mercados emergentes de Asia y otras regiones, mientras que Europa seguirá siendo el baluarte de la prudencia, con una moneda que no logra reclutar —ni sumar— un número significativo de adeptos dentro del continente. ■

Charles Wyplosz es catedrático del Instituto de Estudios Superiores de Ginebra.

Referencias:

Baldwin, Richard, y Charles Wyplosz, 2009, *The Economics of European Integration*, McGraw-Hill.

Begg, David, Paul de Grauwe, Francesco Giavazzi, Harald Uhlig y Charles Wyplosz, 1998, “*The ECB: Safe at Any Speed?*”, *Monitoring the European Central Bank (Londres: Centre for Economic Policy Research)*.