



Más Europa, no menos

La crisis de la deuda enseña a la zona del euro que necesita un enfoque más centralizado de las políticas fiscales y financieras

Céline Allard

LA ZONA del euro parece ser diferente en lo que se refiere a la deuda soberana. Aun con un nivel de deuda acorde con el de otras economías avanzadas, se ha visto sumida en una crisis de deuda soberana (gráfico 1). Si bien es cierto que la zona del euro no está formada por un solo país y que su tratado prohíbe a los Estados miembros compartir pasivos, ¿por qué debería significar esto que cuando un Estado miembro tiene problemas, todos los tienen y los inversionistas se inquietan por el futuro de la Unión Económica y Monetaria (UEM)?

Al examinar las causas de la crisis de deuda en Europa, concluimos que parte de la respuesta consiste en que la integración económica, financiera y fiscal es incompleta. Para funcionar eficazmente, la UEM requerirá algún sistema para compartir los riesgos fiscales, un monitoreo más estricto de las políticas nacionales y un enfoque paneuropeo integrado de su sistema financiero. Se está avanzando en todos estos frentes, pero la rápida implementación de estos requisitos sigue siendo crucial.

Una conspiración de factores

La UEM se creó en base a la premisa de que los beneficios de una moneda común serían superiores a los costos de renunciar a las monedas

nacionales. El plan establecido en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) era dejar que las instituciones europeas vigilaran de cerca los presupuestos de los países por medio de evaluaciones anuales y establecer la suficiente disciplina fiscal como para proporcionar margen para hacer frente a los shocks específicos de cada país. La coordinación del producto nacional y de las reformas del mercado laboral alinearía las economías, que reaccionarían de manera más similar a los shocks comunes.

Sin embargo, con la introducción de la UEM, los países del sur de la zona del euro e Irlanda (denominados “países de la periferia”) experimentaron un shock muy específico: un drástico descenso de sus costos de endeudamiento después de pagar durante muchos años tasas de interés mucho más altas que sus socios del norte. Esto permitió a las empresas financiar su inversión productiva a un costo menor y expandirse, lo que ciertamente fue positivo; pero también contribuyó a que se generalizara la creencia de que el vigoroso ritmo de crecimiento sería permanente. Los hogares supusieron que podían permitirse un nivel de vida mucho más alto, lo que dio lugar a un frenesí de compras impulsadas por el crédito y a burbujas inmobiliarias. Y los gobiernos —junto con sus acreedores— dieron por sentado que los ingresos fiscales generados por el fuerte repunte

del crecimiento se mantendrían, y no aprovecharon el ahorro del servicio de la deuda generado por la caída de las tasas de interés.

Además, dado que la moneda común eliminó los costos de las transacciones transfronterizas, la integración financiera dentro de la zona del euro prosperó; otro beneficio de la UEM. Pero la afluencia de capitales a los países de la periferia consistió principalmente en deuda frente a los bancos, haciéndolos cada vez más dependientes del financiamiento obtenido en los mercados (denominado financiamiento mayorista), y no de los depósitos bancarios, para financiar el crédito interno. En cambio, los flujos orientados a inversión en acciones —como las fusiones y adquisiciones internacionales, con riesgos compartidos y, por lo tanto, mejor supervisados por los inversionistas— fueron limitados.

Los supervisores financieros nacionales se dejaron seducir por el mismo optimismo. Se mostraron complacientes frente al aumento de los riesgos de crédito y permitieron que los sistemas bancarios crecieran de manera desproporcionada al tamaño de la economía. Como resultado, aumentó el riesgo de que a los gobiernos les resultara cada vez más difícil apoyar al sector bancario en una crisis financiera. Como no existía un órgano paneuropeo de supervisión, no se tuvieron en cuenta los riesgos relacionados con el creciente grado de interdependencia de los sistemas financieros nacionales a través de los grandes préstamos transfronterizos concedidos a los bancos.

Al disponer fácilmente de financiamiento dentro de la zona del euro no se prestó atención a las tendencias divergentes en materia de competitividad. Mientras Alemania y los países vecinos de la zona del euro reorganizaban su modelo de producción integrando Europa oriental en sus cadenas de suministro para competir con los grandes centros manufactureros de bajo costo de Asia, los países de la periferia parecían no ser conscientes del aumento de los costos a medida que el sobrecalentamiento daba lugar a sustanciales aumentos de los salarios. Durante mucho tiempo, las autoridades de política económica y los inversionistas extranjeros privados desdeñaron el hecho de que el dramático

deterioro de las posiciones externas de los países de la periferia estaba financiando gastos principalmente improductivos (por ejemplo, inversiones inmobiliarias), y que la deuda acumulada sería difícil de reembolsar (gráfico 2).

Aterrizaje brusco

Hasta la creación de la zona del euro, los problemas de deuda soberana eran principalmente problemas de deuda externa. El valor nominal de la deuda interna normalmente podía preservarse, aunque a menudo a expensas de un aumento de la inflación. Con el establecimiento de la zona del euro, este mecanismo desapareció. La deuda interna y externa de los países miembros eran indistinguibles y no existía un banco central (nacional) que resolviera los problemas por medio de la inflación.

Sin embargo, lo contrario también es cierto. En la zona del euro, los países mantienen el control sobre la política fiscal y no existe un Tesoro común que, por ejemplo, apoye las operaciones del Banco Central Europeo. Los fundadores de la zona del euro eran muy conscientes de la necesidad de preservar la disciplina fiscal y se basaron en una combinación de instrumentos administrativos (el PEC) y disciplina de mercado. Pero ambos mecanismos se deterioraron: el PEC fue diluyéndose y los mercados se quedaron dormidos al volante. El plan funcionó bien durante los buenos tiempos, pero se desintegró al estallar la crisis mundial.

La caída de Lehman Brothers en octubre de 2008 preparó el terreno para un drástico cambio de rumbo en la zona del euro. Las operaciones en los mercados de financiamiento mayorista se interrumpieron bruscamente, por lo que a los bancos de los países de la periferia les resultó más difícil continuar financiando un crecimiento impulsado por el crédito.

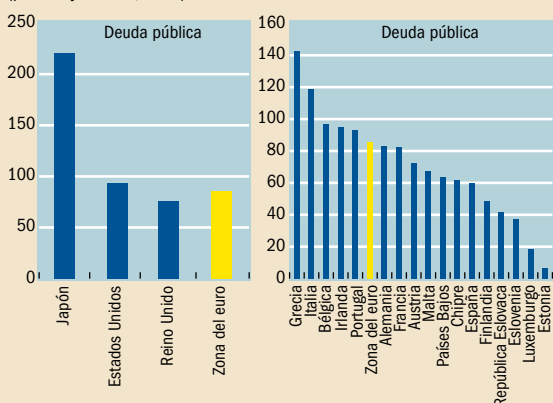
Al agotarse el crédito, salieron a la luz los problemas fundamentales de competitividad y los obstáculos estructurales al crecimiento, especialmente en Grecia y Portugal. Los ingresos fiscales se agotaron, poniendo de manifiesto la débil situación de las finanzas públicas. Los inversionistas privados comenzaron a examinar detenidamente los balances, y los bancos en dificultades necesitaron cada vez más apoyo fiscal, especialmente en Irlanda.

En consecuencia, el problema de la deuda privada se transformó en una crisis de deuda soberana. Dado que los bancos seguían finan-

Gráfico 1

Mantiene el ritmo, pero varía de un país a otro

La deuda pública de Europa es acorde con la de otras economías avanzadas, pero varía mucho de un país a otro. (porcentaje del PIB, 2010)



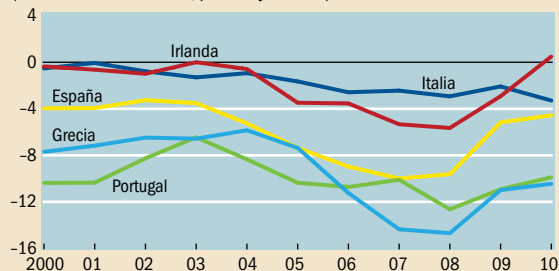
Fuentes: FMI, *Perspectivas de la economía mundial* y cálculos del personal técnico del FMI.

Gráfico 2

Saldo negativo

Los saldos en cuenta corriente de la periferia se deterioraron fuertemente en el período previo a la crisis.

(saldo en cuenta corriente, porcentaje del PIB)



Fuentes: FMI, *Perspectivas de la economía mundial* y cálculos del personal técnico del FMI.

ciendo en gran parte su deuda soberana nacional, la preocupación por la solvencia fiscal minó la confianza en el sector bancario de los países de la periferia, poniendo en marcha un círculo vicioso que aún persiste. El fuerte aumento de los costos del crédito dejó a las entidades soberanas y a los bancos fuera del financiamiento privado en Grecia, Irlanda y Portugal. Más recientemente, la crisis ha afectado a Italia y España, que han visto cómo subía el costo de su deuda soberana durante el verano de 2011 (gráfico 3).

El contagio no se detuvo en las fronteras de los países de la periferia. El escrutinio alcanzó también a los bancos de los países del núcleo de la zona del euro que financiaron el auge en la periferia. La creciente incertidumbre con respecto a la exposición de los bancos y la calidad de los activos retrasó la recuperación de la confianza necesaria para la recuperación en la zona del euro en su conjunto.

Se sigue buscando una solución

Los países que acumularon grandes desequilibrios, fiscales o externos, se vieron sujetos a intensas presiones del mercado. Por lo tanto, comenzaron inmediatamente a implementar importantes medidas de ajuste. Pero la falta de instituciones adecuadas para la gestión de crisis a nivel de toda la zona del euro retrasó las decisiones a nivel regional. En mayo de 2010, cuando quedó claro que Grecia necesitaría apoyo financiero externo, los líderes europeos tuvieron que recurrir a préstamos bilaterales. Posteriormente, establecieron la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera (FEEF) para proporcionar respaldo a los miembros en una situación financiera difícil, que se utilizó para ayudar a Irlanda en diciembre de 2010 y a Portugal en mayo de 2011.

Pero como es políticamente difícil utilizar el dinero de los contribuyentes de algunos países para pagar los excesos de otros —y de hecho, el Tratado de Maastricht está redactado con el espíritu de evitar transferencias fiscales entre los países de la zona del euro—, las decisiones sobre la FEEF no han sido fáciles. Al persistir la turbulencia en los mercados, la capacidad de préstamo de la FEEF casi se duplicó hasta €440.000 millones en la primavera de 2011; al amenazar la turbulencia a España e Italia, su objetivo se

amplió considerablemente en el verano de 2011 a fin de permitir los préstamos precautorios y mayor flexibilidad.

No obstante, los mercados siguen siendo muy cautos. Las rebajas de las calificaciones crediticias han continuado, y a mediados de agosto de 2011 aún no se había restablecido la confianza del mercado. La sostenibilidad de la deuda sigue siendo un desafío y se vislumbra un ajuste doloroso y prolongado. El crecimiento —un ingrediente esencial para la sostenibilidad fiscal— ha resultado más difícil de lo previsto en los países más golpeados por la crisis. Por lo tanto, los mercados temen que la fatiga de la reforma comience a hacer mella antes de que se lleve a cabo el ajuste, empujando al alza los costos de financiamiento, lo que de por sí perjudica la sostenibilidad de la deuda.

Enseñanzas iniciales

La integración económica y financiera ha aportado a la zona del euro más beneficios que costos. Pero las instituciones que sustentan la moneda común han sido claramente inadecuadas durante la crisis, lo que subraya la necesidad de delegar más soberanía nacional al centro.

La primera enseñanza de la crisis es que *el funcionamiento eficaz de la Unión Económica y Monetaria requiere algún mecanismo que permita compartir los riesgos fiscales a nivel de la zona del euro*, a fin de brindar asistencia a los países que afrontan presiones de financiamiento soberano y respaldar las operaciones de emergencia del Banco Central Europeo. La FEEF —y su sucesor a partir de 2013, el Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera (MEEF)— representa un primer paso hacia la implementación de un mecanismo de seguro fiscal. Entre las diversas opciones, el MEEF podría convertirse en un organismo europeo de gestión de la deuda que emitiera bonos comunes condicionados a la aplicación de políticas nacionales prudentes.

Una segunda enseñanza es que *debería reforzarse seriamente la supervisión de las políticas macroeconómicas y fiscales de la zona del euro a nivel nacional*. De hecho, se está fortaleciendo la gobernanza a nivel supranacional para reforzar la disciplina presupuestaria y monitorear mejor la acumulación de desequilibrios. Pero se podría hacer mucho más, estableciendo, por ejemplo, sanciones semiautomáticas para los infractores fiscales.

Por último, *la necesidad de adoptar un enfoque integrado y paneuropeo de la supervisión financiera, la regulación y la resolución de crisis se ha hecho cada vez más evidente al agudizarse la crisis*. Las instituciones europeas establecidas recientemente proporcionarán esta coordinación tan necesaria en materia de supervisión y evaluaciones del riesgo sistémico. Será igualmente importante completar el marco de estabilidad financiera de la región mediante la creación de una autoridad europea de resolución, que representaría un mecanismo común para todos los bancos independientemente de la nacionalidad.

Sigue siendo crucial encontrar una solución ordenada a las dificultades de deuda soberana en la periferia. Los líderes europeos han comenzado a tomar decisiones difíciles para hacer frente a la crisis, especialmente en la cumbre de la Unión Europea celebrada en julio de 2011, pero los progresos deberán implementarse rápidamente para convencer a los mercados. ■

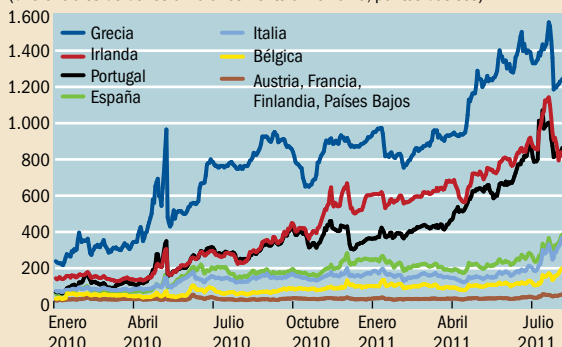
Céline Allard es Subjefa de División del Departamento de Europa del FMI.

Gráfico 3

Diferenciales de bonos

El costo de la deuda soberana ha aumentado drásticamente para Grecia, Irlanda y Portugal, y, en los últimos meses, para Italia y España.

(diferenciales de bonos a 10 años frente a Alemania, puntos básicos)



Fuentes: Bloomberg L.P., y cálculos del personal técnico del FMI.