

DIEZ AÑOS DEL EURO

UNA CRISIS Y LOS
RETOS DEL FUTURO**XAVIER VIVES**

Profesor de Economía y
Dirección Financiera, y
Director del Public-Private
Sector Research Center, IESE.

La moneda europea celebra su primera década de vida haciendo frente a las sucesivas crisis de la zona euro. Sobre su vulnerabilidad, los rescates de los países periféricos, las posibles estrategias, retos y perspectivas de futuro escribe el profesor Vives.

El 1 de enero de 2002, el euro circuló por primera vez por los países de la eurozona. Hacía ya tres años que la nueva moneda europea se utilizaba en los mercados financieros, pero hasta ese día no llegó a las máquinas registradoras de los comercios y a los bolsillos de los ciudadanos de los once países de la Unión Europea que lo adoptaron, además de Mónaco, San Marino y la Ciudad del Vaticano, que pese a no ser comunitarios se adherieron a la moneda.

Cuando en 2009 se celebraba una década de la llegada del euro, los analistas recibían la efeméride con elogios: hablaban de una moneda fuerte, en plena forma, que se había revalorizado un 22% respecto al dólar desde sus inicios. Hoy, cuando se cumplen diez años de la llegada del euro a los monederos de los consumidores, no podemos festejar el aniversario con tantos piropos. El euro no pasa por su mejor momento. ¿Qué ha fallado? ¿Qué ha cambiado en los tres últimos años?

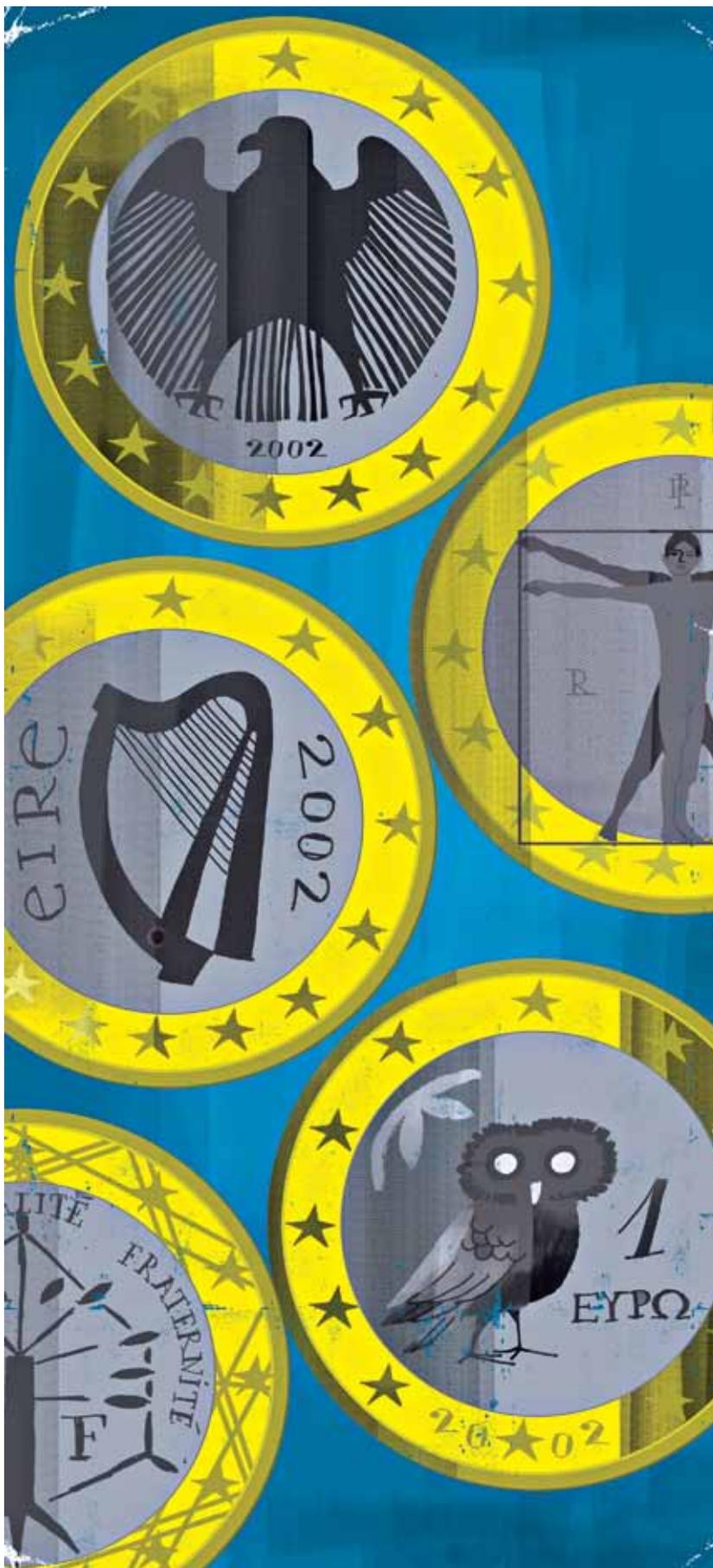
NO HA FALLADO EL EURO

● El euro no ha fallado como paraguas frente a una crisis conjunta de la divisa y de la banca, como sucede en los países emergentes. Tampoco ha fallado como ancla

frente a la inflación, con el Banco Central Europeo (BCE) como garante, ni ha fallado como vehículo de integración del mercado único europeo. No ha sido el euro el que ha fallado, sino las estructuras de gobierno europeas. Así lo muestran las sucesivas crisis en el área euro y los rescates de los países de la periferia, los denominados PIGS (Portugal, Irlanda, Grecia, España), que son, sin duda, el eslabón débil del área euro.

Siguiendo el orden de caída de estos países hasta el momento, podríamos invertir el acrónimo anglosajón y hablar de los GIPS: primero cayó Grecia, seis meses después Irlanda y seis meses más tarde Portugal. ¡Y esperemos que España no necesite un rescate! En Grecia, el elevado déficit público fue el detonante de la crisis. En Irlanda falló el sistema bancario, que disparó un 30% el déficit público. Portugal cayó víctima de sus pobres expectativas de crecimiento, que se vieron agravadas por planes de austeridad. A ellos se añaden los recientes problemas de Italia, con lo que podríamos hablar de los PIIGS o GIIPS.

En realidad, España tiene los mismos problemas que los tres países que ya han caído: un elevado déficit público, problemas en el sector bancario y bajas perspectivas de crecimiento. Eso sí, en menores proporciones. Como contrapunto, cuenta



EL ÁREA EURO
NO ES UNA ZONA
MONETARIA
ÓPTIMA,
PORQUE NO
TIENE UNA
POLÍTICA FISCAL
NI UN MERCADO
DE TRABAJO
COMÚN.

EL PERIODO DE TURBULENCIA ACTUAL NO ACABARÁ HASTA QUE EL ÁREA EURO NO TENGA UN NUEVO SISTEMA BANCARIO SANEADO Y EMERJAN UNAS PERSPECTIVAS DE CRECIMIENTO CREÍBLES EN LOS PAÍSES DE LA PERIFERIA.

con un sector exportador de bienes y servicios dinámico, que ha sido capaz de mantener sus cuotas en el mercado mundial desde la entrada en el euro.

El gran problema de España son las bajas perspectivas de crecimiento, y para mejorar esta situación es necesario que se extremen las medidas que aumentan la productividad y la competitividad. Ahora nos lamentamos de que España no hiciera reformas al principio de la crisis, entre 2008 y 2009, porque esto le habría permitido obtener más crédito, de manera que el grado de austeridad sería hoy menor y las perspectivas de crecimiento serían mejores.

HA FALTADO DISCIPLINA

- La viabilidad del área euro depende de que no haya grandes desequilibrios entre países, de forma que una política monetaria común resulte adecuada para todos ellos. Sin embargo, actualmente esto no se cumple, tal como muestra la subida de tipos de interés del BCE, que afecta negativamente a la recuperación de los países periféricos. De hecho, se cree que esta subida agravará la recesión en Grecia, Irlanda y Portugal, y ralentizará el crecimiento de España, que ya es muy débil.

El área euro no es una zona monetaria óptima, porque no tiene una política fiscal y un mercado de trabajo común, como sucede en Estados Unidos, pero cuando se diseñó se pensó que una combinación de disciplina interna y externa la haría viable. Tiempo después se ha visto que no bastaba con las buenas intenciones. Han fallado los tres pilares sobre los que debía sustentarse esa necesaria disciplina, a saber: el rigor interno, la disciplina fiscal del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC), y la interpretación de la cláusula de no rescate por parte del BCE.

La disciplina interna haría que los países que lo necesitaran mejoraran su productividad, ante la imposibilidad de devaluar para ganar competitividad. Desde que se acuñó la moneda única, España ha perdido mucha competitividad en relación con el área euro y todavía más respec-

to a Alemania: un 30% a las puertas de la crisis. No ha sido la única afectada: el resto de países de la periferia también ha visto como aumentaba considerablemente la diferencia de competitividad respecto al país gobernado por **Angela Merkel**.

También ha fallado la disciplina fiscal del PEC, con límites del 3% para el déficit público sobre el PIB y del 60% de la deuda pública sobre el PIB. De hecho, aunque desde 1999 se han producido 68 violaciones del PEC, e incluso ha habido incumplimiento por parte de Francia y Alemania, no se ha aplicado ninguna sanción.

A todo esto se suma una interpretación laxa de la cláusula del Tratado Europeo que establece que no habrá rescate de los países fiscalmente irresponsables y que prohíbe la compra de bonos soberanos por parte del BCE. Esta lectura relajada ha permitido rescatar a Grecia, Irlanda y Portugal, y que el BCE comprara bonos de estos países a costa de poner en riesgo su balance y, por tanto, el dinero de los contribuyentes europeos. Estos rescates se explican, en parte, por la protección de los bancos europeos y el intento de evitar el contagio financiero entre países por las exposiciones de los bancos a la deuda soberana de los países periféricos.

El resultado de todos estos fallos ha sido la vulnerabilidad de la zona euro ante los ataques especulativos a la deuda soberana de los países miembros. Ataques que, en el contexto actual de problemas de deuda pública, se recrudecerán hasta que no se encuentre una solución satisfactoria a la gobernanza del área euro.

Ahora mismo, España no tiene un problema de solvencia, pero puede llegar a tenerlo de liquidez si se hace muy costosa la refinanciación de la deuda en el contexto de un ataque especulativo a los países de la periferia en Europa.

¿HAY SOLUCIÓN?

- Ante esta delicada situación,
- ¿qué medidas se pueden adoptar para arrojar un poco de luz en medio de tanta oscuridad?

Actualmente, la estrategia para hacer frente a los problemas de la periferia europea consiste en ganar tiempo esperando que llegue una recuperación económica que permita fortalecer el balance de las entidades bancarias y mejorar las perspectivas de crecimiento de países como España e Italia. Es una estrategia arriesgada, porque cualquier imprevisto (como un ataque especulativo masivo a la deuda periférica, por ejemplo) puede hacerla tambalear. El BCE ha intentado suplir la falta de una política fiscal común con la compra de bonos soberanos de los países de la periferia, pero la cuerda se ha tensado tanto que en cualquier momento puede romperse.

Así, las soluciones para mantener el euro a flote pasan por diseñar unas reglas del juego claras que permitan ayudar a países con dificultades de liquidez pero que, al mismo tiempo, mantengan los incentivos a la responsabilidad fiscal y a la convergencia de los niveles de competitividad de los distintos países.

En principio, se podrían aplicar dos soluciones puras. La primera consiste en confiar plenamente en la disciplina de mercado, y que un país solo se rescate si tiene problemas de liquidez, y se haga sin reglas fiscales. La segunda vía es avanzar hacia la centralización e integración fiscal con cesiones de soberanía fiscal muy importantes por parte de los países, medida que requeriría una mayor integración política. Sin embargo, no parece que sea factible a corto plazo, políticamente hablando, apostar por estas soluciones puras de disciplina de mercado o de centralización e integración fiscal como en Estados Unidos. Así que habrá que buscar soluciones mixtas que integren la disciplina de mercado y la disciplina fiscal externa a los países.

El último informe CESifo sobre la economía europea propone un mecanismo de resolución de crisis junto con procedimientos

de supervisión fiscal y bancaria en la Unión Europea, para hacer viable el área euro. Los Gobiernos ya caminan en esta dirección, con medidas como el Pacto del Euro para constituir un fondo de estabilidad financiera, y también han avanzado propuestas de supervisión fiscal y de impulso de reformas para mejorar la competitividad de los países más rezagados.

Aún es pronto para evaluar si estas medidas serán suficientes, porque su efectividad depende en gran parte de los detalles del diseño final. Sin embargo, podemos pronosticar que, aunque la reforma del gobierno de la zona euro avance, el periodo de turbulencia actual no acabará hasta que el área euro no tenga de nuevo un sistema bancario saneado y emerjan unas perspectivas de crecimiento creíbles en los países de la periferia, es decir, en los GIPS o GIIPS. La tormenta pasará, pero hace falta un poco de paciencia hasta que amaine y se puedan ver los claros. Hasta entonces, mejor no dejarse el paraguas en casa.

LA VIABILIDAD
DEL EURO
DEPENDE DE
QUE NO HAYA
GRANDES
DESEQUILIBRIOS
ENTRE PAÍSES.

