

# Prueba de tensión para el euro

Los países que se sientan tentados de abandonar la moneda europea deberán hacer frente a enormes obstáculos

Barry Eichengreen

**L**A ACTUAL crisis crediticia es el shock económico más grave de la economía mundial en 80 años e, indudablemente, es también el problema más serio al que se haya enfrentado la zona del euro en sus primeros diez años de existencia. Ese es precisamente el tipo de “shock asimétrico” que mencionaron los primeros euroescépticos y que la teoría de las zonas monetarias óptimas ha puesto de relieve.

Aunque los precios de la vivienda han caído en todos los países de la zona del euro, la bajada ha sido más pronunciada en unos que en otros (gráfico 1). Si bien la crisis ha supuesto grandes pérdidas para los bancos en toda la zona —en muchos casos, por sus inversiones relacionadas con la vivienda— las pérdidas han sido mayores en algunos países que en otros. El desempleo ha aumentado en toda la zona del euro a raíz de la crisis, pero el aumento ha sido mayor en algunos países que en otros. Por lo tanto, las presiones deflacionarias, efectivas o potenciales, son mayores en algunos países de esta zona que en otros. Las tensiones sobre las finanzas públicas también son mayores en algunos países de la zona del euro, tal como se refleja en la ampliación de los diferenciales de los bonos soberanos y los *swaps* de riesgo de incumplimiento de crédito (gráfico 2).

En estas circunstancias, cabría suponer que diferentes países de la zona del euro preferirían adoptar diferentes respuestas de política monetaria. Sin embargo, los miembros de esta zona están sujetos a una política única para todos, en consonancia con la naturaleza intrínseca de una unión monetaria. Esta tensión ha reactivado el debate iniciado antes de 1999 sobre si la unión monetaria es buena para Europa. También ha alimentado los rumores y la especulación sobre la posibilidad de que uno o más países de esta zona decidan ahora abandonar el euro. En este artículo se consideran las repercusiones que podría tener esta decisión que si bien es arriesgada, costosa y complicada, no es inconcebible.

## La tentación existe

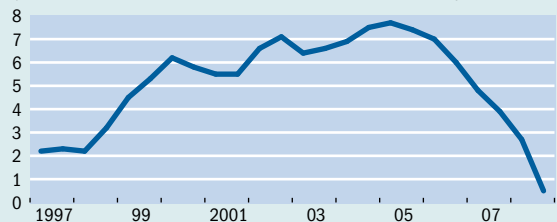
Desde abril de 2008, en el mercado electrónico de predicciones Intrade puede negociarse un contrato que paga un cierto monto si un país de la zona del euro anuncia su intención de

Gráfico 1

### Vecindario equivocado

Aunque los precios de la vivienda han caído en todos los países de la zona del euro, la bajada ha sido más pronunciada en unos que en otros.

(Precios de la vivienda residencial en la zona del euro, variación porcentual anual)



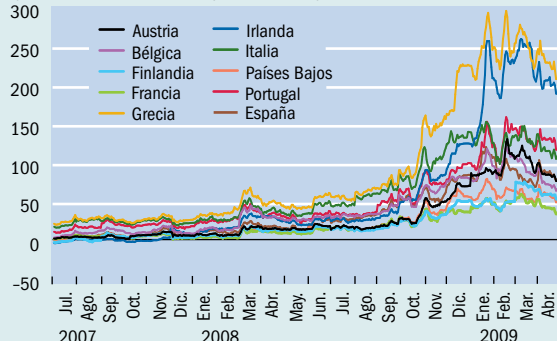
Fuente: Cálculos del Banco Central Europeo basados en datos nacionales semestrales.  
Nota: Agregado de los precios de la vivienda residencial en la zona del euro calculado a partir de las series nacionales que abarcan más del 90% del PIB de la zona del euro para todo el período.

Gráfico 2

### Puntos de presión

La ampliación de los diferenciales de los bonos soberanos de algunos países de la zona del euro refleja mayores tensiones sobre sus finanzas públicas.

(Diferenciales soberanos, en puntos básicos)



Fuentes: Datastream y cálculos del personal técnico del FMI.  
Nota: Los diferenciales se calculan sobre los bonos a diez años tomando como referencia a Alemania.

abandonar la moneda antes del 31 de diciembre de 2010 o en esa fecha. Al 15 de abril, el precio de este contrato implicaba una probabilidad del 20% —en un mercado, hay que reconocerlo, poco desarrollado— de que esto ocurra (gráfico 3).

No cabe duda de que la tentación existe. Los gobiernos de los países en los que la demanda interna está ahora en su nivel más bajo pueden estar pensando que si aún tuvieran una moneda nacional, podrían dejar que esta se depreciara o incluso la empujarían a la baja para alentar las exportaciones. Los países preocupados por subastas de bonos públicos que resultaron un fracaso, pueden imaginarse que, si aún tuvieran un banco central nacional autónomo, este podría convertirse en un comprador de última instancia de bonos soberanos.

No obstante, para cada uno de estos argumentos a favor de la reintroducción de la moneda nacional, hay un argumento en contra. El aumento de la competitividad derivado de la depreciación de la moneda será temporal, pero muchos de los costos, tanto económicos como políticos, serán permanentes. Entre otras cosas, la depreciación de la moneda intensificaría las tensiones dentro de la Unión Europea. Los socios del país que tomara esta decisión considerarían, justificadamente, que este país está exportando no solo sus mercancías sino también sus problemas, como lo prueba la reacción de los demás países de la UE a la caída de la libra esterlina frente al euro. A nivel más general, la actual desaceleración, como todas las anteriores, ha intensificado la presión para que los gobiernos respalden a los productores nacionales en dificultades mediante préstamos concesionarios y otros subsidios. Esto pone en peligro el principal logro económico de Europa: la creación de un verdadero mercado único en el que los productores de los diferentes países de la UE compiten en las mismas condiciones.

### Obligaciones del tratado

Además, un país que abandonara unilateralmente el euro para conseguir una ventaja competitiva pondría en peligro su condición de miembro de la UE pues no sería bienvenido a los debates en los que se analizan las políticas de la UE. El Tratado de

Lisboa (que aún no ha sido ratificado) contiene una cláusula según la cual un país puede abandonar la UE. Sin embargo, no existe una cláusula sobre la posibilidad de abandonar el euro. Esto implica que para abandonar el euro, el país también debería retirarse de la UE. Nada impide esto en principio, pero dada la gran importancia que los europeos atribuyen a la unión, ningún país tomaría esta decisión a la ligera.

Tampoco está claro si la reintroducción de la moneda nacional facilitaría realmente la gestión de las finanzas públicas para un gobierno de la zona del euro. Hallerberg y Wolff (2006) muestran que los diferenciales de los bonos soberanos (las tasas de interés de los bonos públicos a 10 años en relación con las correspondientes tasas alemanas) aumentan más rápidamente al incrementarse el déficit presupuestario y la razón deuda pública/PIB en los países europeos que no pertenecen a la zona del euro. Eichengreen (2007) también observa un mayor grado de sensibilidad en las calificaciones del crédito soberano de estos países.

## Los principales casos de abandono de una unión monetaria corresponden a países relativamente cerrados a los flujos comerciales y financieros.

Obviamente, tanto los inversionistas como las agencias de calificación crediticia tienen la tranquilidad de saber que la ejecución de la política fiscal en la zona del euro está sujeta a la supervisión mutua y las sanciones previstas en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, y que el Banco Central Europeo (BCE) —a diferencia de los bancos centrales nacionales— opera conforme a una política opuesta a las operaciones de rescate que le prohíbe comprar bonos directamente de los gobiernos.

Por lo tanto, aunque la deuda y los déficits aumenten a corto plazo, los inversionistas tienen motivos para creer que no se permitirá que persista esta tendencia, lo que hace menos probable que los diferenciales aumenten excesivamente. Es posible que la reintroducción de la moneda nacional y la desvinculación del banco central nacional del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del BCE faciliten el financiamiento del déficit a corto plazo durante una crisis, pero a cambio les resultará más caro obtener financiamiento en el mercado.

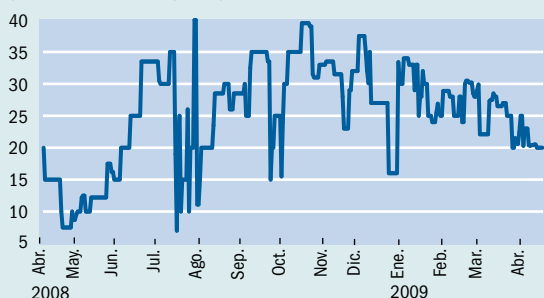
No está claro si la primera consideración (más flexibilidad a corto plazo) será más importante que la segunda (mayores costos a largo plazo) en los cálculos de las autoridades económicas. Algunos han señalado que si un país de la zona del euro con altos niveles de deuda se ve obligado, debido a la crisis, a incumplir en el pago de su deuda, este país abandonará la zona para que el gobierno pueda recurrir al financiamiento monetario. Pero en la medida en que el objetivo del gobierno no sea solamente financiar sus gastos inmediatos sino también normalizar sus relaciones financieras y resta-

Gráfico 3

### Quédesse con el cambio

Según el mercado electrónico de predicciones, existe una probabilidad del 20% de que un país de la zona del euro abandone la moneda común antes de finales de 2010.

(Precio del contrato, en puntos)



Fuente: www.intrade.com

blecer su solvencia crediticia, esta conclusión no es evidente. Abandonar el euro solo empeoraría el problema.

Si aún a pesar de todo esto persiste la tentación de abandonar la zona del euro, sería casi imposible superar las barreras técnicas para hacerlo. El parlamento o el congreso podrían aprobar fácilmente una ley exigiendo al Estado y a otros empleadores que paguen a los trabajadores y pensionistas en la nueva moneda nacional. Pero si los salarios y otros ingresos estuvieran redenominados en esa nueva moneda, también habría que redenominar las hipotecas y las deudas de las tarjetas de crédito de los residentes. De lo contrario, la depreciación cambiaría tendría efectos negativos sobre los balances de los hogares, lo que daría lugar a tensiones financieras y quiebras.

Pero al redenominar las hipotecas y otros activos bancarios, se haría necesario redenominar los depósitos y otras partidas de los balances de los bancos para no desestabilizar el sector financiero. Si se redenominaran los ingresos públicos en la moneda nacional, habría que redenominar no solo los salarios y pensiones del sector público, sino también otros pasivos del gobierno, especialmente la deuda pública, para evitar efectos sobre el balance que afectarían a las finanzas públicas.

### Acto de incumplimiento

Desde el punto de vista técnico, nada impide que el poder legislativo nacional apruebe una ley que exija a los bancos y empresas nacionales, a los hogares y a los gobiernos redenominar sus contratos en moneda nacional. Los inversionistas nacionales están sujetos a la ley interna, que las autoridades nacionales pertinentes pueden modificar, pero los activos de inversionistas extranjeros son otra cuestión. Las disposiciones relativas a la "continuidad de un contrato" implican que los extranjeros podrían exigir el pago en euros, y cabe suponer que emprenderían un proceso judicial para exigirlo. La redenominación de la deuda pública de manera unilateral sería, desde el punto de vista técnico, un acto de incumplimiento y, por lo tanto, abandonar la zona del euro no lograría el propósito de evitar un incumplimiento del pago de la deuda. Si el gobierno decidiera de todas formas redenominar sus títulos de crédito, podría restringirse indefinidamente su acceso a los mercados financieros internacionales. Si no lo hiciera, la depreciación de la moneda nacional frente al euro perjudicaría gravemente el balance del sector público porque aumentaría el valor de la deuda externa en moneda nacional.

De todas formas, en una democracia la decisión de reintroducir la moneda nacional con el fin de depreciar esa unidad frente al euro requeriría un debate parlamentario. Los participantes en el mercado, al corriente de esas deliberaciones, tendrían todos los incentivos para actuar y, al prever una redenominación de sus depósitos internos en la moneda nacional, los trasladarían a otros bancos de la zona del euro.

Se agregaría a esto, indudablemente, un pánico en todo el sistema bancario. Los inversionistas que previeran la redenominación en moneda nacional de los títulos de crédito emitidos por el gobierno los sustituirían por títulos frente a otros gobiernos, provocando una crisis en los mercados de bonos. Si el factor desencadenante de la crisis fuera el debate parlamentario sobre la retirada de la zona del euro, es poco probable que el BCE ofreciera asistencia como prestamista

de última instancia. Además, si el gobierno se encontrara en una situación fiscal poco sólida, no podría obtener financiamiento para rescatar a los bancos y recomprar su deuda.

Como he señalado en otros estudios, se produciría la mayor de las crisis financieras. ¿Qué gobierno sensato estaría dispuesto a correr este riesgo? ¿Qué gobierno responsable consideraría esta posibilidad?

## Un país que abandonara unilateralmente el euro para conseguir una ventaja competitiva pondría en peligro su condición de miembro de la UE.

Resulta revelador observar que los principales casos en que los miembros de una unión monetaria la han abandonado corresponden a países relativamente cerrados a los flujos comerciales y financieros y con sistemas bancarios y financieros poco desarrollados o muy estrechamente regulados, de modo que el margen para la fuga de capitales durante el período de deliberación y preparación es limitado. La disolución de la unión monetaria de la República Checa y la República Eslovaca y de la zona del rublo son dos ejemplos claros. El hecho de que el sistema financiero estuviera poco desarrollado, que los controles cambiarios siguieran vigentes y que la economía se encontrara en las primeras etapas de la apertura al exterior permitió avanzar en las deliberaciones sin provocar el derrumbe del sistema.

A nivel más general, en los estudios de Nitsch (2004) sobre un amplio número de casos se observa que las economías más abiertas son las que tienen menos probabilidades de abandonar las uniones monetarias. Obviamente, la excepcional apertura comercial y financiera de los miembros de la UE los sitúa claramente en este grupo.

¿No es concebible entonces que un Estado miembro pueda abandonar la zona del euro? Si algo puede desprenderse de los acontecimientos económicos ocurridos en el último año es que muchos de los acontecimientos que considerábamos inconcebibles no lo son. Pero, aunque no sea inconcebible, podemos decir con seguridad que es muy poco probable que un país abandone la zona del euro. ■

*Barry Eichengreen es Profesor de la Cátedra George C. Pardee y Helen N. Pardee de Economía y Ciencias Políticas de la Universidad de California, Berkeley.*

### Referencias:

- Eichengreen, Barry, 2007, "The Break-Up of the Euro Area", NBER Working Paper 13393 (septiembre).
- Hallerberg, Mark, y Guntram B. Wolff, 2006, "Fiscal Institutions, Fiscal Policy and Sovereign Risk Premia", Discussion Paper 35/2006, Deutsche Bundesbank (Fráncfort).
- Nitsch, Volker, 2004, "Have a Break, Have a ... National Currency: When Do Currency Unions Fall Apart?", CESifo Working Paper 1113 (enero).