

LA EUROZONA, o las dificultades de una UNIÓN MONETARIA

MAURICIO DE LA CUBA*

La convivencia dentro de una unión monetaria suele ser difícil y, a veces, insostenible. Así lo evidencian 69 países que, durante el siglo XX, abandonaron algún tipo de acuerdo monetario y adoptaron su propia moneda¹. La experiencia de la Eurozona es la muestra más reciente de estas dificultades, y acaso la más importante, y lo es no sólo por la crisis que atraviesan Grecia y otras economías periféricas, sino también por lo sucedido a inicios de la década pasada, apenas instaurado el euro.

Revisar esa primera experiencia y compararla con la actual, ayuda a entender cuándo los problemas de una moneda común tienen solución y cuándo esta solución es más complicada, e incluso, imposible.

* Jefe del Departamento de Economía Mundial
mauricio.delacuba@bcrp.gob.pe

¹ Currency disunion: Why Europe's leaders should think the unthinkable. The Economist, abril 7, 2012.

LA PRIMERA ADVERTENCIA: ALEMANIA A INICIOS DEL NUEVO SIGLO

A comienzos de este siglo, Alemania enfrentó una serie de choques: el mayor desplome bursátil dentro de las principales economías desarrolladas, la elevación de los precios del petróleo y una apreciación del euro. Los riesgos de una deflación, como la que enfrentaba Japón desde hacía una década y que amenazaba también a Estados Unidos, eran crecientes. Académicos, responsables de política y organismos internacionales coincidían sobre la necesidad de aplicar políticas anticíclicas; pero la moneda común, un proyecto promovido precisamente por Alemania, se constituía en el principal obstáculo para aplicarlas.

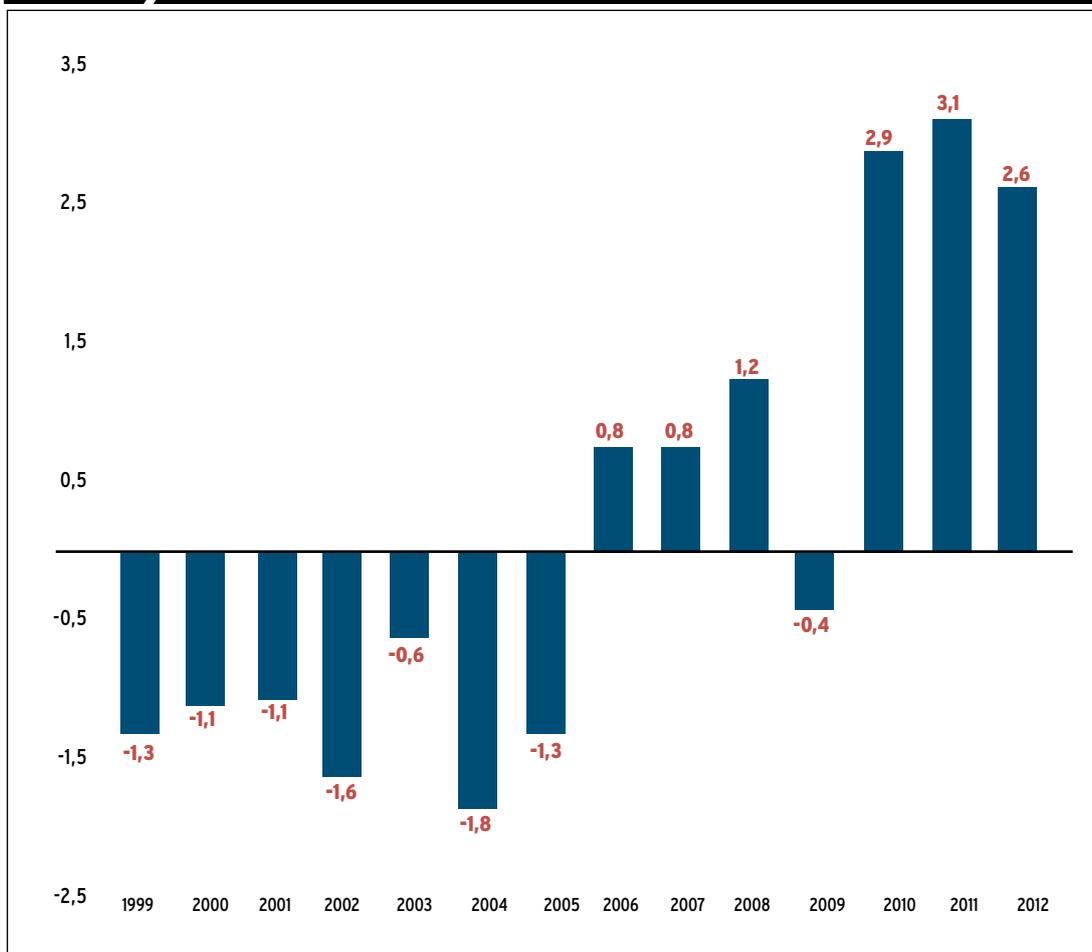
Bajo una unión monetaria, la política del banco central consiste en fijar una tasa de interés común para todos los países miembros, aun cuando sus ciclos económicos diverjan. Mientras Alemania requería una tasa de interés baja, incluso cercana a cero, otras economías de la región —como Irlanda, España y Grecia— crecían a tasas altas, en algunos casos superiores a cinco por ciento, tenían brechas

de producto positivas, niveles de desempleo históricamente bajos y tasas de inflación altas. Esto último implicaba, a su vez, tasas de interés reales negativas muy por debajo de las tasas reales positivas que enfrentaba Alemania.

Demasiado restrictiva para Alemania, demasiado laxa para las economías periféricas, la política monetaria del Banco Central Europeo (BCE) mantenía, para la zona euro en su conjunto, una posición neutral a pesar de estas diferencias marcadas en el ciclo económico de cada país, las cuales se agravaban por la escasa movilidad de mano de obra dentro de la Eurozona. Eran los años del “milagro celta” de Irlanda y del desempeño sin precedentes de la economía española; y también eran los años en los que la revista británica *The Economist*, haciendo alusión al “hombre enfermo de la Eurozona”, graficaba a Alemania como un hombre obeso, con un termómetro en la boca, que descansaba bajo un cubrecama con los colores de su bandera².

La moneda común implica también una pérdida de control sobre el tipo de cambio. Alemania, la principal economía exportadora del mundo, se habría

GRÁFICO 1 ■ Diferencial del crecimiento (Alemania - países periféricos)



² The sick man of the euro. *The economist*, 3 de junio de 1999.

visto favorecida por una depreciación del euro. Pero el euro, en esos años, se fortalecía frente al dólar por las menores tasas de interés en Estados Unidos tras la agresiva reducción realizada por la FED.

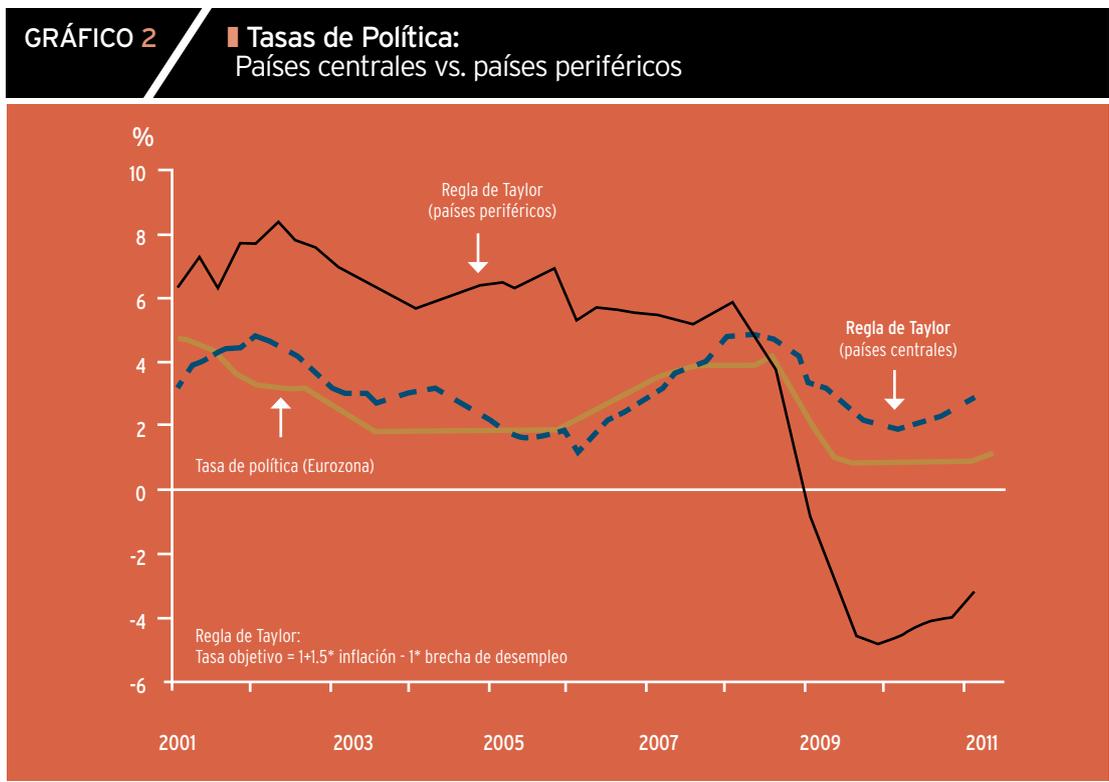
Con la política monetaria y cambiaria en contra, Alemania tenía en la política fiscal la única herramienta para aplicar políticas anticíclicas. Pero también existían limitaciones para ello: el límite del 3 por ciento de déficit fiscal establecido en el tratado de Maastricht, impulsado precisamente por Alemania y Francia, constituía una meta rígida que se aplicaba sin importar las marcadas diferencias en los niveles de deuda pública y los ciclos económicos de los países miembros (recordemos que, en esos años, Irlanda y España, debido a su alto crecimiento, tenían superávits fiscales superiores al tres por ciento del producto y sus ratios de deuda eran los más bajos de la eurozona). Sólo con una flexibilización de estos compromisos, Alemania pudo relajar su manejo fiscal, aunque en una magnitud moderada si se compara con los déficits en los que, pocos años después, incurrirían todas las economías desarrolladas como consecuencia de la crisis financiera internacional.

Sin política monetaria ni cambiaria y con escaso margen para la política fiscal, la única forma en que una economía exportadora como Alemania podía crecer era a través de una mejora en la competitividad. Alemania, una de las economías más rígidas de la Eurozona en ese momento, imple-

mentó un programa denominado Agenda 2010, que incluía la flexibilización de sus mercados. Entre 2000 y 2008 los costos laborales unitarios —como resultado de las reducciones de costos y de los incrementos de productividad— cayeron en aproximadamente 15 por ciento³. Gracias a estas reformas y a otros aspectos de carácter idiosincrásico que posiblemente no están presentes en otras economías de la Eurozona⁴, las *mittelstand*, empresas medianas de carácter familiar, expandieron su producción hacia terceros mercados e hicieron de Alemania el único país desarrollado que mantuvo su participación en los mercados de exportación, a pesar del extraordinario dinamismo chino. El hombre enfermo en cama fue reemplazado, ocho años después, por un ciclista con la camiseta negra, roja y amarilla, que subía decididamente una empinada cuesta⁵.

LA SITUACIÓN ACTUAL

Una década después, los problemas de la Eurozona se repiten; la mayoría de protagonistas son los mismos, pero sus roles se han invertido. Alemania es en la actualidad el único país de la Eurozona que viene experimentado tasas positivas de crecimiento, acompañadas por niveles bajos de desempleo y reducidas presiones inflacionarias. Es de suponer que bajo estas circunstancias, la tasa de interés de la Eurozona, actualmente en 0,75 por ciento, está lejos de ser restrictiva para la economía alemana.



³ Hart, Michael (2011): Valuing the New Greek Drachma. Tomado de <http://media.rgemonitor.com/papers/0/Currencies>
⁴ Ver What Germany offers the world. The Economist, abril 14, 2012.
⁵ European economies. Can Europe's recovery last?. The Economist, 12 de julio de 2007.

Por el contrario, las economías que una década atrás crecían a tasas altas hoy están en una severa recesión, en algunos casos por una crisis de deuda producto de una política fiscal excesivamente expansiva (como en el caso de Grecia); y, en otros, por el estallido de una burbuja inmobiliaria (España e Irlanda) que ha afectado el crecimiento, ha debilitado al sistema financiero y ha puesto en duda la sostenibilidad fiscal. De acuerdo con los criterios de la regla de Taylor, estas economías requieren tasas muy por debajo de las actuales, incluso negativas (ver Gráfico 2). Al fijar una tasa de 0,75 por ciento, el BCE se pone nuevamente en un punto medio que no puede satisfacer a los extremos.

La posibilidad de que las economías hoy afectadas se recuperen a través de una depreciación del euro también presenta dificultades. Si bien la turbulencia reciente ha llevado al euro a un nivel mínimo en varios meses, las presiones depreciatorias se ven limitadas por un diferencial de tasas de interés a favor del euro y por la favorable posición externa de Alemania: en 2011, el superávit en cuenta corriente de Alemania compensó completamente el déficit conjunto de Italia, España, Grecia, Irlanda y Portugal. Asimismo, las presiones depreciatorias de una salida de capitales desde esas economías, se neutralizan por la mayor demanda de títulos de Alemania y Francia, también denominados en euros.

En el plano fiscal, los países periféricos están llevando a cabo reducciones en el déficit. En algunos casos, como Grecia, esta medida parece inevitable. En otros, como España, el ajuste fiscal está sujeto a mayor controversia por el impacto que éste tiene sobre el crecimiento. La política fiscal en estos países, a diferencia de Alemania en la década pasada, refuerza el impacto de la política monetaria restrictiva.

Hasta aquí, existe bastante similitud con la situación de Alemania diez años atrás. La gran diferencia central radica en la capacidad de las economías periféricas para restablecer el crecimiento a través de una mejora en competitividad. Mientras Alemania reducía sus costos laborales unitarios, en el mismo período las economías periféricas enfrentaron elevaciones de entre 10 y 15 por ciento. De acuerdo con un estudio publicado por el FMI,⁶ Grecia es la economía con mayores rigideces en la Eurozona, mientras que España y Portugal, presentan también restricciones para incrementar su competitividad (la situación de Irlanda es en este aspecto algo diferente).

¿Cuál es el margen para lograr una mejora en la competitividad? Si hay rigideces, se pueden plantear reformas que reduzcan costos y mejoren la competitividad. Sin embargo, hacerlo no parece fácil



Una década después, los problemas de la Eurozona se repiten; la mayoría de protagonistas son los mismos, pero sus roles se han invertido



cuando, como en el caso de Grecia, los salarios son relativamente más bajos y uno de cada cuatro trabajadores no tiene trabajo (cabe recordar que al inicio de las reformas, el desempleo en Alemania subió de 7,8 por ciento en 2001 a 11,2 por ciento en 2005). Además, muchas de las reformas pueden tener un efecto recesivo en el corto plazo, que afectaría la precaria situación fiscal de estas economías.

Es aquí donde se plantea la pregunta inicial de este artículo: ¿cuándo es insostenible la unión monetaria? Algunos economistas, como Nouriel Roubini y Paul Krugman, consideran que, ante todas las limitaciones reseñadas, una salida para Grecia sería abandonar el euro y retomar una moneda doméstica que pueda fluctuar de acuerdo con las condiciones de su economía y no de acuerdo con lo que sucede en una región que abarca a 17 países. Es una solución que diez años atrás era impensable, menos para Alemania, principal propulsor de la moneda única. Una moneda propia y depreciada no garantiza un crecimiento sostenido —pues este, al final de cuentas, requerirá de las reformas postergadas y de otros factores— pero sí puede dar un respiro y ayudar a salir del entrapamiento actual. Aunque aún es posible que la Eurozona siga financiando a Grecia para evitar las perturbaciones sistémicas de su posible salida, una ilustración de Marian Kamensky, donde un euro envejecido y ruinoso se confunde en el paisaje del Partenón, representa un escenario cada vez menos improbable.⁷ ■

⁶ Allard y Celine (2010): Lifting Euro Area Growth: Priorities for Structural Reforms and Governance. En SPN /10/019, FMI.

⁷ M. Kamensky, The ruins of the euro. <http://www.cartoonstock.com>