



«La arquitectura de Maastricht impuso dos pilares de disciplina fiscal: el pacto de estabilidad y la regla de 'no apoyo', pero no ha funcionado ninguno de los dos»

El euro necesita un plan «b»

En los últimos meses, hemos asistido a una oleada de ataques especulativos contra la deuda soberana de los países periféricos de la zona del euro, desencadenada por la desconfianza en la capacidad de Grecia de hacer frente a sus pagos. A diferencia de los países que tienen una moneda propia, los miembros de la Unión Monetaria Europea (UME) no tienen la capacidad de emitir dinero (crear inflación) para hacer frente al pago de la deuda. Al entrar en el euro se acepta la eliminación del riesgo de inflación (y de depreciación del tipo de cambio) a cambio de un mayor riesgo de impago de la deuda para un riesgo total dado. La clave de la arquitectura del euro reside, claro está, en que el riesgo total no está dado, sino que disminuye como resultado de la mayor estabilidad que supone el marco institucional de la UME, de manera que el aumento del riesgo de impago se ve ampliamente compensado por el mucho menor riesgo de inflación.

Los países periféricos de la UME se han beneficiado enormemente de la adopción del euro, especialmente por la caída de los tipos de interés reales, que, en el caso de España, se estima del orden de cinco puntos, resultado de adoptar una moneda fuerte que goza de la credibilidad de los mercados y que constituye una moneda de reserva internacional. La adopción del euro permitió a los países periféricos emitir en la moneda propia en los mercados internacionales, un privilegio que traslada el riesgo de cambio a terceros.

La crisis actual se explica porque las reglas para un funcionamiento eficiente de la unión monetaria no se han cumplido en dos aspectos importantes:

1. La flexibilidad interna. Los países más vulnerables de la UME no se han dotado de la flexibilidad necesaria

ria para compensar la pérdida del tipo de cambio nominal como instrumento de ajuste, lo que, unido a una dinámica de precios y salarios -en los años buenos- sistemáticamente por encima de los países del núcleo del euro, se ha traducido en una notable pérdida de competitividad y unos déficit por cuenta corriente crecientes.

2. Las normas de disciplina fiscal. El euro es una experiencia única como unión monetaria con políticas fiscales casi totalmente descentralizadas. El riesgo de este esquema es que unos países paguen por la indisciplina de otros, si el tono agregado de las políticas fiscales es excesivamente laxo, y esto supone tipos de interés más elevados para todos. Por eso, la arquitectura de Maastricht impuso dos pilares de disciplina fiscal: el pacto de estabilidad y la regla de «no apoyo» por la cual cada país es responsable de sus deudas. No ha funcionado ninguno de los dos: el primero por la trasgresión por parte de Francia y Alemania en 2004 y la segunda por el recate de Grecia en estas últimas semanas.

El apoyo a Grecia era obligado porque, en su ausencia, la crisis del euro hubiera sido mucho más grave, pero abre un nuevo escenario para el que la UME no estaba preparada. Este escenario requiere un grado de coordinación de las políticas fiscales muy superior al que contempla el Tratado y plantea elementos de unión política para los que no es evidente que la UME esté preparada. La regla de «no apoyo» no era un aspecto secundario de la UME, de carácter casi legalista, sino uno de sus pilares. Su incumplimiento exige un esfuerzo de diseño de un nuevo marco institucional para el euro. Espere-mos que los dirigentes europeos estén a la altura ::

SANTIAGO FERNÁNDEZ DE LIS
es socio-director del Área
Internacional de Afi.
E-mail: sfernandezdelis@afi.es