

## **Compromisos creíbles para la Eurozona**

No ha habido respiro. Tras la extensión de la ayuda a Grecia, en pocos días las primas de riesgo de los protagonistas de la crisis del Euro han llegado a cotas históricas, Italia incluida. Pero además de afrontar el problema inmediato de 'reestructurar deudas sin contagios ni quiebras,' y para mejor afrontarlo, se deben adoptar compromisos de mayor calado.

Los arquitectos del Euro entendieron que muchos de los países que querían formar parte de la UME debían primero adoptar un cierto nivel de disciplina monetaria y rebajar sus tasas de inflación a fin de probar que podían ser miembros. También entendieron que, adoptando la disciplina necesaria para formar parte de la UME, estos países se beneficiarían de tasas bajas de interés, mayor acceso a los mercados de capital y unas mejores perspectivas de crecimiento. La esperanza era que esto conllevaría la convergencia de las economías de la unión. La preocupación por la disciplina monetaria y la inflación era mayor en relación a los países de la periferia – Portugal, Italia, Grecia, España, entre otros. Sin embargo, el diseño aseguraba el compromiso a la disciplina monetaria: una vez adoptado el euro, la política monetaria la haría el Banco Central Europeo (BCE) con un mandato claro de disciplina monetaria. Un diseño institucional mucho más creíble que el mecanismo anterior (ERM) basado en 'la coordinación' de las distintas monedas dentro de un banda de tipos de cambio.

También había otras preocupaciones. Era sabido que las políticas fiscales deberían ser sostenibles para dar soporte a la unión monetaria. Y por esto se establecieron los criterios de Maastricht poniendo límites a déficits (3%) y deudas (60% del PIB). Así como se entendía que los mercados de trabajo deberían ser más eficientes y competitivos para que esas economías pudiesen crecer con una moneda fuerte. Las condiciones monetarias se cumplieron, las fiscales aproximadamente y se creó la Eurozona. Ahora parece que se pueda resquebrajar. ¿Por qué?

La respuesta es sencilla. La institución en apoyo de la disciplina monetaria – la BCE – se creó. Resolvió lo que llamamos un problema de 'inconsistencia temporal': en cualquier momento dado puede parecer mejor desviarse que mantener los objetivos a largo plazo. Por ejemplo, en estos momentos, devaluar, y así rebajar el coste de la deuda, en vez de mantener el euro estable. La creación de la BCE y la delegación de las políticas monetarias a ella aseguraba la disciplina monetaria. Desafortunadamente no había una institución parecida para disciplinar la política fiscal. Solo una guía de referencia (el Pacto de Estabilidad y Crecimiento) y discrecionalidad soberana...

Antes de crearse el euro, las economías fuertes estaban en línea con los criterios fiscales, mientras que otras tuvieron que hacer serios esfuerzos (y un poco de contabilidad creativa) para satisfacerlos. La diversidad fue aun mayor en

relación a las reformas estructurales, como las reformas laborales. En los años 1980s las tasas de paro eran altas en Europa y se hablaba de 'euroesclerosis'. Algunas economías fuertes hicieron reformas y tomaron decisiones con visión a largo plazo: flexibilizando los mercados de trabajo, invirtiendo en capital humano, mejorando sus sistemas fiscales. Otras no realizaron suficientes reformas, a pesar del 'compromiso' a desarrollar 'la agenda de Lisboa'. En cualquier caso no hubo sanciones por no cumplir compromisos o por desviarse de la guía.

Como decíamos, para su continuidad y prosperidad, la UME tiene que resolver dos temas: 1) el problema inmediato de la deuda excesiva de los países de la periferia sin crear demasiado contagio o colapso de la banca; 2) el diseño de un mecanismo que asegure un nivel adecuado de disciplina fiscal a largo plazo.

Hay muchas propuestas para afrontar el primer problema, no todas ellas factibles. Toda propuesta viable posiblemente comportara dos cosas: i) un intercambio de deuda por deuda a más largo plazo, a poder ser a intereses más bajos, de forma que sea factible pagarla; ii) una forma de garantía para la nueva deuda. Es muy posible que las agencias de 'ratings' acaben clasificando dicho intercambio, aunque sea 'voluntario', como una forma de impago. El acuerdo de la banca alemana y francesa y del Instituto Internacional de Finanzas, en relación a la deuda griega, va en esta dirección y de momento no ha cruzado la línea de ser considerado una reestructuración de deuda.

Aunque aun se esta lejos de resolver el primer problema, el más difícil es el segundo. Fue relativamente fácil abandonar la soberanía monetaria más difícil sería abandonar la soberanía fiscal, a fin de conseguir la disciplina fiscal. De hecho, hacerlo sería inconsistente con el espíritu de la UME.

Para una idea de cómo resolver este dilema, el ejemplo de Estados Unidos puede ser útil. Los estados tienen una gran capacidad y discrecionalidad para diseñar sus políticas fiscales de impuestos y de gastos. Muchos estados tienen la obligación legal de mantener su presupuesto equilibrado, aunque esto no quiere decir mucho si no se tienen en cuenta las obligaciones futuras. Además los estados no pueden declararse en quiebra, según el U.S. Bankruptcy Code.

¿Como hacen para prevenir la quiebra y mantener su acceso a los mercados de capitales? A pesar de los conocidos problemas de deuda de algunos ellos, los estados de los EEUU tienen acceso a los mercados de capitales y en general en buenos términos. Esto es así porque en la mayoría de estados, *el pago de las obligaciones de deudas tiene prioridad constitucional sobre otros gastos del estado*. Hay algunas pocas excepciones. En California y en otros estados, la primera prioridad constitucional la tiene los gastos en educación -- lo que parece una buena idea si se quiere mantener el crecimiento en su sentido más amplio. Este mecanismo no evita los problemas de deuda, como ahora los de California que son graves. Pero estos problemas son problemas políticos de soberanía de los estados, no una amenaza a la estabilidad de la unión.

Sí Grecia y otros países periféricos de la eurozona estuviesen obligados a dar prioridad a sus obligaciones de deuda sus problemas internos no serían menos severos. Pero sus problemas de deuda no serían una amenaza al sistema bancario o a otros estados soberanos. Además tendrían un mayor incentivo a no dejar que los problemas fiscales se desmadrasen. Hay otros elementos que podrían ayudar este marco institucional, como un fondo de ayuda mutua contra shocks imprevistos.

El cambio institucional de dar prioridad a los pagos de deuda solucionaría el problema de la inconsistencia temporal de la política fiscal de los países de la UME sin ceder la soberanía nacional sobre gastos e impuestos. Con este cambio, si estos países tuviesen problemas de deuda, estos serían problemas de soberanía nacional y, por tanto, sería su problema realizar programas de austeridad y crecimiento. Además, un compromiso constitucional de este tipo es más fácil de monitorizar y posiblemente es más fácil de consensuar internamente, que los planes detallados de ajuste a que se están sometiendo estos países, fáciles de criticar como 'cesión de soberanía'.

El 'Pacto del Euro +' adoptado en el Consejo Europeo de marzo 2011 es, supuestamente, la respuesta de la Eurozona al dilema de la 'disciplina fiscal vs. soberanía.' Contiene dos elementos principales: un conjunto de compromisos para monitorizar y posiblemente sancionar las políticas fiscales y el 'mecanismo de estabilización' (European Stabilization Mechanism, ESM). El primero no es muy distinto de los compromisos que debían implementar la 'estrategia de Lisboa' y el Pacto de Crecimiento y Estabilidad. Compromisos con resultados bien conocidos... El segundo puede ser la criatura institucional de esta crisis. Dado que la Eurozona (o la UE), no dispone de un presupuesto federal como el de Estados Unidos, el ESM puede ser un mecanismo muy útil de seguro contra catástrofes, no solo crediticias. De hecho, como decíamos, estas últimas serían más fáciles de evitar con un cambio institucional como el propuesto, que con largas listas de compromisos difíciles de monitorizar y castigar, fáciles de revisar y flexibilizar. La exclusión del ESM a quien no cumpliera su compromiso institucional de dar prioridad a los pagos de deuda podría ser una sanción creíble adicional.

En cualquier caso es evidente que la UME necesita de un mecanismo creíble que evite que estos problemas de riesgo moral e inconsistencia temporal sean recurrentes. Ahora no lo tiene, ni está en el 'Pacto del Euro +'. A menudo se minimiza la importancia de estos problemas diciendo que no son tan severos. Pero la experiencia de estos años nos enseña que es precisamente la acumulación de pequeños riesgos lo que nos aboca a las grandes crisis, como la actual. La UME – en particular, sus países periféricos – tienen que afrontar sus problemas inmediatos de deuda. Hacer un compromiso institucional creíble de disciplina fiscal puede ser la mejor ayuda para estos países y para la UME.

**Thomas Cooley** es profesor y fue Dean de New York University, Stern School of Business. **Ramon Marimon** es director del Max Weber Programme, profesor del European University Institute y de la Universitat Pompeu Fabra y presidente de la Barcelona Graduate School of Economics.

