



La credibilidad del euro

La decidida acción del BCE, los países del euro y el FMI es un cambio histórico en la relación entre la política monetaria conjunta y las políticas fiscales nacionales. Ahora, hay que aplicar los cortafuegos domésticos

Por RAMÓN MARIMÓN

Hace diez años, en el albor del euro, nos decíamos que en 2010 la Unión Europea iba a ser "la economía del conocimiento más dinámica y competitiva del mundo" (Lisboa, 2000, y Barcelona, 2002, *dixit*), que una de las bases de este crecimiento creativo iba a ser la estabilidad macroeconómica, sustentada por la política monetaria rigurosa del nuevo Banco Central Europeo y la disciplina fiscal de los países miembros, signatarios del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. En voz baja, también reconocíamos que éste era el camino para dejar de ir a la zaga de Estados Unidos y para no acabar a la zaga de China y otras economías emergentes.

Hace diez años, los aguafiestas del otro lado del Atlántico preconizaban que la Unión Monetaria Europea iba a crear conflictos entre sus miembros e incluso amenazar la estabilidad y paz mundial (Martin Feldstein, presidente del National Bureau of Economic Research, *dixit*).

Cuando el 2 de mayo del 2008 se celebró el décimo aniversario de la histórica decisión de introducir el euro sólo se hablaba de "éxitos y retos". Los éxitos acallaban los malos augurios y los retos ciertamente no se referían a la crisis que, sin avisar, se avecinaba. Dos años más tarde, en plena tragedia griega, no son las copas de cava las que se alzan para celebrar el euro, sino las voces de alarma y los tipos de interés de las deudas europeas.

Muchas de las voces que se alzan dicen que Grecia no estaría como está si contratara con dracmas y no con euros. Entre estas voces están las de los aguafiestas de antaño y también las de los neo-euroescépticos. Los primeros continúan preconizando "la caída de la Unión Monetaria Europea", los segundos —menos mesiánicos y más pragmáticos— dicen que el euro ha sido una mala idea pero que lo mejor es no romper la Unión Monetaria Europea (Paul Krugman *dixit*). Ante estas voces, los defensores del euro repiten su mantra: "Estabilidad de precios y disciplina fiscal". Aunque entre ellos también los hay que dicen que con el mantra no basta. No les engañaré: me encuentro entre estos últimos. Pero volvamos a la historia del euro y el dracma.

Cierto: si Grecia no estuviese en la zona euro, el dracma ya se habría devaluado. Es impensable que, para mantener el tipo de cambio entre el dracma y el euro, Grecia hiciera lo que hace un par de años hizo Latvia. Es decir, un plan de recortes y austeridad, parecido al que ahora ha aprobado el Parlamento griego, que ha llevado a Latvia a una contracción del 25% y una tasa de paro del 22%. Con la devaluación Grecia hubiese reducido su deuda —presumiblemente denominada en dracmas— y también hubiese reducido los costes laborales (en términos de euros). Ahora bien, también hubiesen aumentado los costes de los productos importados, como la gasolina y, en cierta forma, todos los contratos en dracmas hubiesen incumplido sus promesas. Es decir, no sólo la deuda griega (en dracmas) habría perdido credibilidad, sino también la moneda que, para bien o para mal, incumbe de forma más generalizada a la sociedad. En plena tragedia griega es justo preguntarse si tanto vale la credibilidad de una moneda.

Pero la credibilidad cuenta... especialmente cuando uno no tiene armas, u otros recursos, para defender su pérdida. Sin dichos recursos, mejor aprender la lección y evitar mayores tragedias. Desafortunadamente, la devaluación es una mala enseñanza. En lo que tiene de quiebra encubier-

ta, esconde los errores y deficiencias (corrupción y evasión fiscal, promesas excesivas de un Estado de bienestar en bancarota, rigideces en los mercados, etcétera) que han llevado a la quiebra. Es por esta razón que históricamente los episodios de "devaluación forzada o competitiva" han tendido a repetirse y los países protagonistas han

y la aprobación del correspondiente plan de austeridad, la lección está servida, ¿no? Ni los mercados financieros, ni los manifestantes en la calle, se lo acaban de creer... y puede que tengan razón: no es, ni va a ser, tan automático.

Aquí hay que volver al "euro mantra" y sus protagonistas. Ciertamente se ha perdi-

tas del euro intervengan. Pero aquí el mantra puede jugar malas pasadas: no ofrece ninguna guía para intervenir. O mejor dicho, su única guía es decir "con nuestra ayuda y el plan de austeridad todo se va a arreglar y es por esto que lo hacemos". Esta actitud quijotesca también crea dudas, alarmas y contagios. Como también las crearía la recomendación keynesiana-krugmaniana de derramar todos los euros que hagan falta hasta que las aguas se calmen.

Aunque no estemos en la situación de la América Latina de décadas pasadas, nuestras guías —por ejemplo, de política fiscal y monetaria— han de saber contemplar crisis e incertidumbres. Saber proponer cortafuegos cuando la política naturalista de dejar que los incendios sigan su curso parece humanamente demasiado costosa. Pero los cortafuegos hay que hacerlos a tiempo, con decisión, amplitud e inteligencia. Esto tanto vale para recortes y reformas socio-económicas, como para suspensiones parciales o renegociaciones de deuda. Palabras tabú, pero muy posiblemente para lo que va a servir la línea de crédito Euro-FMI va a ser para hacer más llevadera la reestructuración de la deuda pública griega, no para sostenerla, aunque ya me gustaría equivocarme. Posiblemente hubiese sido mejor plantearlo de esta forma.

Se debe desarrollar una guía de cómo afrontar los problemas de insolvencia dentro de la Unión Monetaria Europea y adecuar las instituciones a ella. Esta guía se debe basar en las experiencias de reestructuración de las deudas, más que en la idea de crear un fondo que pueda asegurar a países contra sus propias debilidades. La experiencia tanto de los países que han suspendido pagos o reestructurado sus deudas en las últimas décadas, como de los países que han seguido planes parecidos al aprobado por el Parlamento griego, muestra que la forma y el tiempo para salir de la crisis depende totalmente de cómo las ayudas y las reformas se complementan para regenerar las economías. Ni son suficientes los cheques en blanco, ni simplemente cortar por lo sano.

En Grecia el incendio ya ha arrasado más de lo necesario. En España y otros países del euro caminamos sobre brasas con poco viento se pueden incendiar. Ya se ha perdido demasiado tiempo. Es el momento de hacer cortafuegos, de definir una nueva guía para la credibilidad del euro y, en consonancia, reforzar la política económica del euro.

La acción decidida del Banco Central Europeo, conjuntamente con los países de la zona euro y el FMI, de aumentar las facilidades de crédito a límites hasta hace poco impensables (720.000 millones de euros) representa un cambio histórico en la relación entre la política monetaria conjunta y las políticas fiscales nacionales. A partir de aquí no quedan muchos caminos intermedios: o los cortafuegos nacionales se aplican o es el euro quien pierde la credibilidad, ya que si no se reestablecen los presupuestos la salida va a ser la monetarización de estos compromisos. La acción decidida del 10 de mayo ofrece elementos para una guía de salida, pero toda guía contra incendios también establece que hay riesgos que no se deben tomar, que la insolvencia no siempre se debe cubrir con ayudas sino con reestructuraciones de deuda inteligente.

Ramón Marimón es director del Max Weber Programme of Economics de la European University Institute y profesor de la Universitat Pompeu Fabra.



RAQUEL MARÍN

Las reestructuraciones inteligentes de deuda son un buen instrumento para la insolvencia

debido de pagar muy caro sus deudas. Y es por ello que dichos países no son buenos compañeros en mercados abiertos e integrados. Si en el mercado único europeo Grecia no debería de recurrir a la devaluación del dracma para solucionar sus problemas presupuestarios, en la zona euro simplemente no puede hacerlo. A no ser que convenga a los demás socios, cosa también impensable. Así que la cuestión es si, y cómo, va a aprender la lección. Con la ayuda —perdón, línea de crédito— del Euro-FMI,

do un tiempo muy valioso en dilucidar si el mantra quería decir que "allí te las arregles con tus problemas de deuda", o que, supuestamente por su propio bien, "los ciudadanos del euro se deben mostrar solidarios y venir en tu ayuda". Finalmente, la segunda decisión se ha adoptado, aunque no case muy bien con el "euro mantra".

Pero más que en la lentitud y titubeos, el problema ha estado en plantearse una dicotomía falsa. Si bien no es parte de las normas del euro el sufragar los desequilibrios presupuestarios de los miembros (al contrario, las normas establecen criterios de cómo las cuentas deben cuadrar), hay, o ha habido, una norma implícita en el contrato del euro: la Europa del euro no es la América Latina de las devaluaciones y quiebras. Es por esta razón que la duda crea alarmas y es tan contagiosa. Es por esta razón que tiene sentido que los protagonis-