

ANÁLISIS: La crisis del euro

El camino hacia la autodestrucción de la eurozona

PAUL DE GRAUWE 22/11/2010

En la reciente reunión del Consejo Europeo, los países de la eurozona acordaron introducir un mecanismo contra el impago de la deuda soberana. Parece que incluso están dispuestos a recogerlo en un nuevo tratado. Es una mala decisión que hará más frágil a la eurozona, al convertir las crisis financieras en una característica endémica, de manera muy similar al Mecanismo del Tipo de Cambio (MTC) que existía en la Unión Europea antes de la moneda única.

El MTC fue un frágil acuerdo institucional que desembocó en frecuentes crisis. La razón de esta debilidad es conocida. Los países miembros fijaban sus tipos de cambio entre ellos. Sin embargo, podían reconsiderarlo en cualquier momento y devaluar sus monedas.

Esa posibilidad generó un entorno inestable propenso a los ataques especulativos. A veces existían buenas razones para que los mercados confiaran en que uno o más países iban a devaluar sus monedas, como por ejemplo que sueldos y precios no estuvieran en consonancia con los del resto del grupo. En otras ocasiones, las expectativas de devaluación desaparecían del horizonte.

Pero por la razón que fuera, cada vez que los especuladores esperaban una devaluación se ponía en funcionamiento una dinámica que se retroalimentaba. El banco central del país en cuestión tenía que aumentar el tipo de interés nacional. Eso resultaba costoso para la economía nacional y para el presupuesto del Gobierno. En consecuencia, la relación coste-beneficio de mantener fijo el tipo de cambio se agrandaba, alimentando la tentación de devaluar.

Cuando los especuladores *olían* esto, redoblaban su actividad, y eso inducía nuevos incrementos del tipo de interés y a un empeoramiento adicional de esa relación coste-beneficio. En la mayoría de los casos, eso hacía la devaluación inevitable.

El MTC fracasó. Pero el mecanismo contra el impago de la deuda soberana propuesto para la eurozona introduce una estructura de incentivos para los especuladores y las autoridades nacionales similar. Cuando los países anuncien solemnemente (será solemne porque estará consagrado en el tratado en cuestión) que los inversores se las tendrán que ver con unos Gobiernos con opción de aplicar un recorte sobre los bonos pendientes de pago, sucederán dos cosas: en primer lugar, como el riesgo percibido aumentará, es probable que el tipo de interés de los bonos también suba. Esta es la consecuencia que ha subrayado el presidente del Banco Central Europeo, Jean-Claude Trichet, en la reunión del Consejo. Los acontecimientos posteriores le han dado la razón.

En segundo lugar: cuando los Gobiernos declaren solemnemente que en época de dificultades de pago devaluarán sus bonos (eso es lo que significa un recorte), se generará una dinámica especulativa en la eurozona parecida a la que destruyó el MTC. Cuando los inversores prevean las dificultades de un Gobierno determinado para pagar, venderán bonos, y eso aumentará su tipo de interés. Esto ya ha pasado en el último año y medio, pero el compromiso de los demás países de proporcionar ayuda financiera ha frenado el proceso.

El objetivo declarado de este mecanismo es sustituir a la ayuda financiera mutua. Pero de esta forma se abre la puerta a una especulación sin límites como la del MTC.

Cuando la opción de devaluar se convierte en palanca política y sustituye a la ayuda financiera mutua, la dinámica especulativa se vuelve imparable al introducirse exactamente la misma estructura de incentivos que con el MTC: los bonos sufren un tipo de interés más elevado, lo que convierte en más difícil la devolución de la deuda. Eso cambia la relación coste-beneficio de abonar el pago completo de la deuda y aumenta la tentación de devaluar los bonos (aplicando un recorte). Los inversores, al *oler*

esa tentación, intensifican las ventas y, por consiguiente, la relación coste-beneficio aumenta aún más.

Naturalmente el mecanismo contra el impago de la deuda soberana que se ha propuesto no instalará en la eurozona un sistema como el MTC. Es probable que el coste del impago (al devaluar la deuda) siga siendo más elevado que el coste de devaluar una moneda en el MTC. No obstante, al facilitar este paso, la eurozona se encamina hacia un inestable mecanismo de incentivos.

Los Gobiernos se verán más tentados a devaluar su deuda cuando entre en vigor el mecanismo. Y eso puede ser suficiente para que los especuladores muevan ficha. Si se lleva a la práctica, llevará a los Gobiernos a rebajar su propia deuda soberana. No existe una forma más segura de autodestruirse.

La unión monetaria solo puede sobrevivir si existe la voluntad de proporcionar ayuda financiera mutua en tiempos de crisis. Por tanto, la solución no consiste en aplicar el mecanismo contra el impago de la deuda soberana, que conducirá a la desaparición de la eurozona, sino en dar un carácter permanente al Fondo Europeo de Estabilidad Financiera, o mejor aún, transformarlo en un Fondo Monetario Europeo como el que proponen Gros y Mayer, incluyendo una condicionalidad lo suficientemente fuerte como para reducir el peligro del riesgo moral.

© EDICIONES EL PAÍS S.L. - Miguel Yuste 40 - 28037 Madrid [España] - Tel. 91 337 8200