

Breve nota sobre los efectos económicos de una salida del euro

Álvaro Anchuelo Crego*

Es éste un asunto que ha aparecido con alguna frecuencia en el debate social tras el estallido de la crisis, pero del que raramente se examinan todas las implicaciones.

Los efectos más inmediatos de la salida serían claramente negativos, por el período de gran inestabilidad que inmediatamente seguiría. Habría dificultades para volver a adaptar los cajeros, la contabilidad, los sistemas informáticos, emitir las nuevas monedas y billetes, acostumbrar a los agentes a realizar los cálculos en la nueva unidad monetaria, etcétera. Es decir, los mismos costes de adaptación y aprendizaje que sufrimos al introducir el euro, pero esta vez sin el plazo de tres años de que se dispuso en aquella ocasión para asimilarlos.

No obstante, los anteriores no serían los problemas más preocupantes, pues cualquier señal del abandono desencadenaría con alta probabilidad una grave crisis bancaria. En efecto, habría retiradas masivas de fondos del sistema bancario y salidas de capitales del país. Sería la forma de evitar la conversión de los depósitos en euros a la nueva moneda, dadas las expectativas de que ésta pronto se depreciaría fuertemente. Frenar tal hemorragia requeriría imponer limitaciones a las retiradas bancarias, así como otros controles de capital. El escenario recordaría al de Argentina en 2002. Como el caso argentino mostró, esas medidas que restringiesen la retirada de los depósitos, unidas a la contracción del crédito por parte de los bancos en apuros, dificultarían el consumo y la inversión, con los consiguientes efectos contractivos sobre la producción y el empleo. En el caso de un país que saliese de la zona del euro, los controles de capitales interferirían también con la libre movilidad de éstos, que forma parte integrante del funcio-

namiento del Mercado Único. Esto (argumentos jurídicos al margen, que abajo se discutirán) pondría en cuestión la pertenencia del país que abandonase el euro a la propia Unión Europea.

La principal ventaja que suele citarse de tener una moneda propia consiste en que posibilita una devaluación o depreciación. Es cierto que, *ceteris paribus*, ello permitiría ganar competitividad internacional al país que utilizase esa moneda. La magnitud de la pérdida de valor inicial de la nueva moneda nacional respecto al euro cabría esperar que fuese considerable, en vista del deterioro de la competitividad que algunos países han acumulado frente a sus socios desde el nacimiento de la Unión Monetaria. Además, el mercado de divisas seguramente sobre-reaccionaría en un primer momento, reflejando no sólo la competitividad perdida sino también el escenario de incertidumbre abierto.

Suelen olvidarse, sin embargo, los efectos que tendría esa fuerte depreciación sobre la deuda externa del país que abandonase la moneda única, que en su mayor parte suele estar denominada en euros. Si se mantuviese su denominación en euros, esa deuda exterior aumentaría bruscamente en términos de la nueva moneda. Si, como el país que abandona el euro se sentirá tentado de hacer, se opta por reconvertir la deuda denominándola en la nueva moneda al tipo de cambio inicial, la depreciación posterior reduciría fuertemente su valor en euros. Esto equivaldría de hecho a un *default*. Como penalización, los mercados internacionales de capitales podrían cerrarse a las emisiones de ese país durante un tiempo.

Las propias ventajas iniciales de la depreciación en términos de mayor competitividad deberían ponerse en perspectiva. Recordemos lo aprendido cuando los países del

* Catedrático de Economía Aplicada, Universidad Rey Juan Carlos.

sur de Europa todavía tenían sus propias monedas nacionales. Las ganancias de competitividad que lograban periódicamente a través de devaluaciones eran temporales y no solucionaban un problema que tiene raíces estructurales. Las propias devaluaciones y la menor disciplina monetaria terminaban provocando inflación, con lo que las ganancias transitorias de competitividad se iban disipando y se necesitaban nuevas devaluaciones.

Las expectativas de pérdida de valor futuro de la nueva moneda nacional, sumadas a las mayores primas de riesgo no cambiario, elevarían los tipos de interés, con las consiguientes repercusiones sobre la inversión y el crecimiento.

En resumen, pasados los primeros traumas de la reintroducción de una moneda propia (costes de adaptación, riesgo de crisis bancaria, controles de capital, fuerte depreciación inicial de la nueva moneda, *default* de hecho de la deuda en euros), se volvería a una situación como la vivida por los países periféricos del sur de Europa antes del euro (pérdida progresiva de valor de la moneda nacional, mayor inflación y altos tipos de interés), pero probablemente con un orden de magnitud agravado.

En el plano presupuestario el escenario más probable sería, de nuevo, la regresión empeorada al pasado. Contar otra vez con una autoridad monetaria propia, en un momento de dificultades para colocar nuevas emisiones de deuda pública en el exterior, multiplicaría las tentaciones de monetizar la deuda y relajar la disciplina presupuestaria. Mayores déficit públicos y la menor disciplina monetaria propia de tales prácticas (con sus consiguientes repercusiones inflacionistas) serían las probables consecuencias.

Pero ¿resulta legalmente posible abandonar el euro? ¿Puede un país ser expulsado por el resto de socios? Un interesante documento de trabajo del Banco Central Europeo¹ estudia exhaustivamente los aspectos jurídicos de estas cuestiones.

Antes de que se aprobase el Tratado de Lisboa, los tratados no contemplaban la retirada de un país miembro ni de la Unión Europea ni del euro. La integración europea se entendía como permanente, irreversible, de duración ilimitada y encaminada a una unión progresivamente más estrecha. Aún así, podría ser jurídicamente aceptable un abandono de la Unión Europea (que conllevaría también el abandono del euro por ser un subconjunto de la Unión) si se acordase por unanimidad, pues esto equivaldría a una modificación de los tratados firmados. Por el contrario, la

retirada unilateral sería ilegal ya que, aunque los países sean soberanos, han limitado voluntariamente esa soberanía. No obstante, resultaría difícil evitarla en la práctica, al no existir ninguna forma de obligar a un país soberano a cumplir lo pactado.

Tal vez con el fin de reconocer esta realidad y estar jurídicamente preparados para un eventual abandono, de modo que sea lo menos caótico posible, el Tratado de Lisboa incorpora (en el artículo 50) una cláusula de salida. En ella se establece el mecanismo de separación voluntaria de un país miembro que desee abandonar la Unión Europea. Para cumplirlo debe, en primer lugar, informar de su intención al Consejo Europeo. Éste establecerá las líneas generales que permitan negociar un acuerdo de salida. El acuerdo lo aprobará el Consejo por mayoría cualificada (no por unanimidad) tras lograr el consentimiento del Parlamento Europeo. En el caso de no alcanzarse tal acuerdo, el país que desea salir podrá hacerlo unilateralmente, transcurridos dos años desde que informó de su voluntad.

El caso del abandono del euro no se trata explícitamente en la cláusula de salida y ha de considerarse especial. El derecho a retirarse de la Unión Monetaria parece, en principio, más discutible que el de abandonar la Unión sin formar parte de la moneda única. No sólo porque el euro se diseñase como irreversible, sino porque compartirlo implica la existencia de lazos más estrechos y difíciles de disolver (especialmente de forma unilateral). Entre muchas otras, se plantearían cuestiones tales como la necesidad de devolver al banco central nacional tanto su contribución al capital del Banco Central Europeo como las reservas internacionales que transfirió al Eurosistema. Sin embargo, la salida de la Unión Europea por el procedimiento establecido implicaría también forzosamente la salida del euro, pues éste es un subconjunto de aquella y no es posible permanecer en el euro sin ser miembro de la Unión. Lo que resultaría legalmente imposible (según el citado documento de trabajo) sería salir de la Unión Monetaria sin hacerlo asimismo de la Unión Europea, pues participar en la moneda única es una obligación legal de los miembros que, al romperse, obligaría al abandono total de la Unión.

Respecto a la posibilidad de que un socio sea expulsado por los demás del euro o de la Unión, no sería legalmente posible en ninguno de los dos casos. Los tratados no contemplan tal opción y modificarlos sólo es posible por unanimidad. Si un socio incumple sus obligaciones, ya hay otras penalizaciones previstas, que no incluyen la expulsión.

Volviendo a los aspectos puramente económicos, parece claro que una reintroducción de la moneda nacional haría pronto añorar el euro al país que siguiese ese ca-

¹ ATHANASSIOU, P. (2009): "Withdrawal and expulsion from de EU and EMU". *Legal Working Paper Series* nº 10, Banco Central Europeo.

mino. ¿Por qué, entonces, se plantea siquiera la cuestión? Sin duda porque la alternativa de permanecer dentro, aunque menos mala, no está tampoco exenta de problemas. En este caso, la principal dificultad reside en recuperar la competitividad internacional perdida sin la posibilidad de alterar el tipo de cambio frente a los principales socios comerciales, con los que se comparte una misma moneda.

La recuperación de la competitividad es necesaria para mejorar el saldo exterior por cuenta corriente y controlar el endeudamiento externo. Ayudaría a compensar la debilidad de la demanda interna (debida al endeudamiento privado y acentuada por la contracción a que ahora se ve abocada la política fiscal) con una mayor demanda exterior. Esto mejoraría la producción, el empleo y la situación de las finanzas públicas.

Ante la inexistencia de una moneda propia y la imposibilidad de alterar el tipo de cambio, una forma de ganar competitividad vía precios es mediante la "devaluación interna" o "desinflación competitiva". En esencia, consiste en que el alto desempleo y la debilidad de la economía vayan provocando una moderación salarial, que mejore los costes laborales relativos frente al exterior. Se trata de un proceso lento y penoso. En primer lugar, el desempleo debe repercutir en los salarios. La rigidez salarial que inducen los mecanismos de negociación colectiva y la falta general de flexibilidad del mercado de trabajo dificultarán esa transmisión. Además, en un contexto internacional de baja inflación y moderación salarial generalizada, puede no bastar con una congelación de los salarios nominales. La resistencia sindical, social, política e incluso psicológica a una reducción del salario nominal será mucho mayor. A continuación, esa moderación salarial ha de repercutirse en los precios. La falta de competencia en buena parte del sector servicios y en algunos mercados de bienes dificultará también este segundo paso.

Las rigideces tenderán a aumentar el tiempo y el nivel de desempleo necesarios para restaurar la competitividad mediante una devaluación interna. Retrasos añadidos ocurrirán desde que la competitividad aumente hasta que eso se traduzca en unas mayores exportaciones, así como hasta que la recuperación inicial vía sector exterior acabe provocando un aumento sostenido de la demanda interna de consumo e inversión.

Por otro lado, hay un rasgo importante de este escenario que suele obviarse. Una contracción nominal del PIB en ese entorno recesivo-deflacionario provocaría el aumento (presente y esperado) del peso relativo del endeudamiento. Existe un dramático ejemplo cercano de este efecto. Durante 2009 las familias españolas realizaron un esfuerzo de ajuste importante, con una tasa de ahorro record del 18'8 por 100 que les permitió reducir su deuda

nominal en 6.300 millones de euros. No obstante, la mayor caída de la producción nominal hizo que la deuda de los hogares creciese en términos del PIB, desde el 83'9 por 100 hasta el 86'2 por 100.

Todo sería más fácil si se pudiese mejorar la competitividad aumentando la productividad del trabajo, lo que disminuye el coste laboral real por unidad de producto sin necesidad de reducir el salario real. El aumento sostenido de la productividad mejoraría las expectativas de crecimiento a largo plazo, al ser su determinante principal, lo que haría más manejable el problema del endeudamiento. Iría asimismo ligado a una mejora de las expectativas de beneficio, que facilitaría reanimar la inversión privada.

Aún más deseable sería aumentar la competitividad no sólo vía costes, sino mediante la calidad y diferenciación de los productos. En productos de bajo contenido tecnológico, siempre será difícil competir con los países emergentes en términos de moderación salarial y la posibilidad de lograr mayores productividades es limitada.

También facilitaría a los países con problemas realizar los ajustes dentro del euro, el que se estableciesen mecanismos de renegociación ordenada de la deuda pública, similares a los que ya existen para las deudas privadas.

En el momento actual, para hacer frente a las crisis de deuda soberana dentro de la Unión Monetaria, está operando la EFSF (*European Financial Stability Facility*). Se trata de un fondo no permanente de 750 mil millones (440 mil aportados por los países de la eurozona en proporción a su participación en el capital de BCE, 250 mil aportados por el FMI y el resto por el presupuesto de la UE).

Los préstamos del EFSF sólo sirven para ganar tiempo. Al final, hay que seguir repagando las deudas, sea a los prestamistas privados o a estos nuevos prestamistas que intervienen cuando los mercados no están dispuestos a seguir prestando con condiciones asumibles. Incluso se ha cargado a los países rescatados un interés relativamente alto por los préstamos del EFSF, aunque inferior al del mercado. Por ello, la ayuda financiera tiene que ir unida a condiciones para poner en marcha severas medidas de ajuste, reduciendo el gasto público, subiendo los impuestos y aplicando reformas estructurales. Las propone la Comisión, con el asesoramiento del FMI y el BCE, y las tiene que aprobar el eurogrupo. No obstante, existe un límite a la tolerancia social al ajuste. Además, a corto plazo el propio ajuste perjudica a la demanda agregada y, por tanto, a la producción, el empleo y la recaudación impositiva.

En el caso griego, con una deuda pública del 120 por 100 del PIB, que puede llegar al 150 por 100 en 2013 in-

cluso con el ajuste, y un déficit público del 13 por 100, es prácticamente imposible que las deudas puedan ser repagadas, ni siquiera aplicando fielmente los ajustes propuestos; en el caso irlandés, con un déficit público del 32 por 100 del PIB y una deuda soberana camino del 100 por 100 del PIB, es también difícil, a menos que el nuevo Gobierno revise las garantías ilimitadas concedidas a la banca.

Suponiendo que estos países no puedan hacer frente a sus compromisos, una opción consistiría en que otros colaborasen con ellos para realizar los pagos. Es lo que sucedería en una Unión Económica con una política fiscal común. Un paso limitado en esa dirección podría ser la propuesta de emitir bonos de deuda pública con el respaldo conjunto de los gobiernos de toda la zona del euro. Esto permitiría a los gobiernos con problemas volver a financiarse en los mercados a un tipo de interés más bajo. Alemania y Francia se han opuesto a esa iniciativa, por miedo al rechazo que en sus contribuyentes puede provocar el riesgo de terminar pagando ellos parte de las deudas públicas de otros países.

Si la estrategia consiste en que cada cual acabe pagando sus deudas y, como mucho, dar más tiempo para realizar los ajustes, en aquellos casos en los que éstos son imposibles, la única duda reside en cuándo se producirán

los impagos y qué acreedores acabarán sufriendolos. Actualmente, serían el resto de gobiernos europeos que hayan hecho préstamos a través del Fondo, pues se descartan las pérdidas de los tenedores privados de títulos soberanos. Esto se debe en parte a que esos títulos están mayoritariamente denominados en euros y en manos de instituciones financieras de otros países de la UME.

La reforma del Fondo y su conversión (cuando termine su vigencia, el 30 de junio de 2013) en una facilidad permanente, renombrada *European Stability Mechanism* —ESM— busca resolver mejor esos problemas futuros. Los préstamos del nuevo Mecanismo tendrán prioridad, a la hora de ser repagados, sobre la deuda soberana en manos privadas. Es decir, que los gobiernos no serán los primeros que sufran los impagos, sino los acreedores privados.

Para racionalizar y ordenar esos posibles impagos, se quiere que las emisiones de deuda pública posteriores a esa fecha incluyan Cláusulas de Acción Colectiva. Se trata de cláusulas que permiten que, si una mayoría reforzada de acreedores acepta un acuerdo de reestructuración de la deuda (alargando los plazos de devolución, reduciendo el interés o renunciando a parte del principal), éste resulte vinculante para todos, sin que pueda ser bloqueado por una minoría que no lo acepte.