

# El euro, una moneda sin nación

Por Roberto Frenkel



El riesgo país y su precio son elementos centrales del análisis de la sostenibilidad de las deudas externas de las economías de mercado emergente. Lo son también de las deudas públicas de la eurozona. En un país en desarrollo el riesgo país se asocia con la moneda en que está contraída la deuda externa más que con la residencia de los acreedores. Lo que interesa para apreciarlo es la situación del balance de pagos y las reservas. El país tiene cierta necesidad de financiamiento en moneda internacional, compuesta por la suma del déficit en la cuenta corriente más los vencimientos de capital. Un punto crucial es que las posibilidades de ajustar el balance de pagos no son ilimitadas. Hay un riesgo de default resultante de la eventualidad de que el país no obtenga la liquidez en moneda internacional necesaria.

La deuda pública de la eurozona tiene riesgo de default por iliquidez similar a la de un país emergente. Los gobiernos de la zona están endeudados en una moneda internacional que no emiten. Tienen cierta necesidad de financiamiento, compuesta por su déficit corriente (déficit primario más intereses por pagar) más los vencimientos de capital del período. Las posibilidades de ajustar las finanzas públicas son limitadas. Hay riesgo de que el deudor no cuente con la liquidez necesaria para cubrir su necesidad de financiamiento y se vea forzado a incumplir sus obligaciones.

La prima de riesgo juega un rol similar en la sostenibilidad de las deudas en moneda internacional de las economías emergentes y de las deudas públicas de la eurozona. En condiciones de alta deuda, gran proporción de la necesidad de financiamiento debe cubrirse con fondos del mercado, aun después de haberse realizado los ajustes en el sector externo o en las cuentas públicas. La evaluación de la trayectoria futura de la deuda y de su sostenibilidad depende de la tasa de interés que debe comprometer el deudor y de la prima de riesgo determinada por el mercado. Es una situación con equilibrios múltiples. El predominio de una visión optimista puede arrojar una prima de riesgo baja y una proyección sostenible de la deuda, o una visión pesimista dará como resultado una prima de riesgo alta y una proyección de deuda insostenible. La sostenibilidad es una profecía autocumplida del mercado. Los grados de libertad de la política económica se encuentran reducidos. Los anuncios de medidas de ajuste son señales tendientes a mejorar las evaluaciones y reducir las primas de riesgo. Su efecto esperado es ganar la confianza del mercado y debe observarse bien antes de que las medidas anunciadas muestren sus resultados sobre las variables de la economía.

El riesgo de default desaparecería si el país emergente o de la eurozona contara con un prestamista de última instancia capacitado y sin restricciones para descontar o comprar papeles de deuda gubernamentales y proveer de liquidez en la moneda internacional necesaria. Un país emergente no cuenta con ningún prestamista de última instancia en moneda internacional. El Banco Central Europeo puede jugar ese papel en la eurozona. El BCE comenzó a comprar deuda griega a partir del 10 de mayo como parte del paquete de rescate anunciado un día antes por la UE (en conjunto con el FMI). Las compras del BCE se hicieron en violación del Tratado de Maastricht y fueron un elemento crucial para revertir la tendencia con que evolucionaban los mercados. El riesgo de los países de la eurozona no se disipó y continúa jugando su rol en la dinámica de las deudas públicas.

El BCE es independiente y estaba sujeto a una regla que le impedía actuar como prestamista de última instancia de los gobiernos de la zona. Las reglas institucionales legisladas o autoimpuestas en condiciones de normalidad pueden modificarse en la emergencia de una crisis para dar prioridad a otros objetivos. El BCE priorizó el objetivo de sostener la deuda pública griega por sobre la preservación de la regla de no financiar gobiernos, pero el cambio en la regla vigente fue puntual y ad hoc.

El cambio de las reglas vigentes requiere coordinar la voluntad de los gobiernos. El BCE es una entidad supranacional regida por un número de gobiernos nacionales con algunos intereses comunes (por ejemplo, evitar el default de la deuda griega) y otros conflictivos. Los cambios en las reglas son posibles, pero inciertos y esa incertidumbre afecta el riesgo percibido de los países más endeudados de la zona. El paquete de rescate de la UE y el FMI cubriría las necesidades de financiamiento de los países de alta deuda de la zona por varios años. Esto debería bastar para disipar el riesgo de default al menos por ese lapso. Pero los desembolsos están sujetos a condicionalidad, lo que mantiene el riesgo. ¿Se vería el gobierno griego forzado a incumplir los compromisos de su deuda si no alcanzara las metas impuestas? El mercado duda de si las autoridades de Alemania no estarán dispuestas a permitir el default de la deuda griega. En el caso de la deuda pública de Estados Unidos, el mercado no duda de que el sistema de gobierno de ese país no permitirá un default.

La raíz del riesgo soberano de los países de la eurozona parece encontrarse en que el euro es una moneda sin nación. El BCE es la institución más independiente y más sujeta a reglas entre los bancos centrales del mundo. Esto era ensalzado antes de la crisis porque suponía darle la mayor fortaleza a la moneda que emite. Paradójicamente, esas características parecen estar en la raíz de su debilidad actual.

Fuente: La Nación. Buenos Aires, 04/07/10.

