

**Salvatierra, Juan Manuel ; Yampolsky, Jonatan**

*Estructura actual de la Eurozona: ¿continuidad o desintegración?*

**Documento de Trabajo N° 10  
Facultad de Ciencias Económicas  
Escuela de Negocios**

Este documento está disponible en la Biblioteca Digital de la Universidad Católica Argentina, repositorio institucional desarrollado por la Biblioteca Central “San Benito Abad”. Su objetivo es difundir y preservar la producción intelectual de la Institución.

La Biblioteca posee la autorización del autor para su divulgación en línea.

Cómo citar el documento:

Salvatierra, J. M., Yampolsky, J. (febrero, 2013). *Estructura actual de la Eurozona : ¿continuidad o desintegración?* [en línea] Documento de trabajo No. 10. Escuela de Negocios. Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad Católica Argentina. Disponible en: <http://bibliotecadigital.uca.edu.ar/repositorio/investigacion/estructura-actual-eurozonal.pdf> [Fecha de consulta: ....]

**Pontificia Universidad Católica Argentina**  
**Santa María de los Buenos Aires**  
**Escuela de Negocios**  
**Documento de Trabajo Nro. 10**



**UCA**

Facultad de Ciencias Económicas  
Escuela de Negocios

**Estructura actual de la Eurozona: ¿continuidad o  
desintegración?**

Juan Manuel Salvatierra  
Jonatan Yampolsky

**FEBRERO 2014**

Los Autores del presente trabajo ceden sus derechos, en forma no exclusiva, para que se incorpore la versión digital del mismo al Repositorio Institucional de la Universidad Católica Argentina y a otras bases de datos que la Universidad considere de relevancia académica.

## **Estructura actual de la Eurozona: ¿continuidad o desintegración?**

Juan Manuel Salvatierra, cátedra de Finanzas de Empresas y Finanzas de Empresas I,  
Facultad de Ciencias Económicas, Universidad Nacional de La Plata<sup>1</sup>

Jonatan Yampolsky, Departamento de Evaluación, Superintendencia de Seguros de la Nación<sup>2</sup>

### **Síntesis**

Previo a la introducción del euro como moneda única, el régimen monetario utilizado por la comunidad europea era de flotación conjunta, con un tipo de cambio cooperativo. La estructura central para la fijación del precio de las monedas de cada país respecto a las demás fue el Sistema Monetario Europeo (SME) mediante la creación del ECU. Luego de fuertes crisis monetarias en 1992 y 1993 a partir de ataques especulativos, se lanza en 1999 el euro como moneda única, dejando fijos los tipos de cambio de los estados participantes, acuñándose en 2002. Hoy en día la Eurozona se encuentra enfrentando la mayor crisis desde su creación, producto de la falta de coordinación fiscal y supervisión bancaria, encontrando en Grecia su mayor exponente. Habrá que esperar para ver si la Eurozona puede tomar nota de sus errores y corregirlos para consolidar la unión, o no resistirá esta situación y se desintegrará.

**Códigos JEL:** E50, E52, E58, E61, E62, F30, F36, G01, G15.

**Palabras clave:** EUROZONA – SISTEMA MONETARIO EUROPEO - CRISIS FINANCIERA - SUPERVISIÓN BANCARIA – EURO – POLITICA MONETARIA - POLITICA FISCAL - GRECIA.

<sup>1</sup> [juanmanuel.salvatierra@econo.unlp.edu.ar](mailto:juanmanuel.salvatierra@econo.unlp.edu.ar)

<sup>2</sup> [jonyyampo@yahoo.com.ar](mailto:jonyyampo@yahoo.com.ar)

Los autores agradecen por el apoyo y los comentarios de Martín Grandes. Las opiniones expresadas en esta publicación corresponden a los autores y no comprometen las de la Escuela de Negocios ni la Pontificia Universidad Católica Argentina.

## Índice

|                                                                                                                       |           |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| <b>Síntesis Ejecutiva.....</b>                                                                                        | <b>4</b>  |
| <br>                                                                                                                  |           |
| <b>I. Introducción.....</b>                                                                                           | <b>6</b>  |
| <b>II. Régimen monetario de los países de la Eurozona.....</b>                                                        | <b>6</b>  |
| <b>III. La ruptura del Sistema Monetario Europeo en 1992-1993 y la crisis actual.....</b>                             | <b>9</b>  |
| III.1. <i>Crisis actual vs crisis de 1992-1993.....</i>                                                               | <i>10</i> |
| <b>IV. Modelos de primera y segunda generación – caracterización de la crisis cambiaria europea de 1992-1993.....</b> | <b>13</b> |
| <b>V. La evolución de la moneda común dentro de los mercados internacionales.....</b>                                 | <b>16</b> |
| <b>VI. Caminos para mantener la Eurozona a flote y fortalecerla.....</b>                                              | <b>19</b> |
| VI.1. <i>Dracmatizar una posible salida de Grecia.....</i>                                                            | <i>21</i> |
| VI.2. <i>La unión bancaria europea y la necesidad de una política fiscal coordinada.....</i>                          | <i>23</i> |
| <b>VII. Conclusiones y reflexiones.....</b>                                                                           | <b>26</b> |
| <br>                                                                                                                  |           |
| <b>Bibliografía.....</b>                                                                                              | <b>27</b> |

## **Síntesis Ejecutiva**

Previo a la introducción del euro como moneda única, el régimen monetario utilizado por la comunidad europea era de flotación conjunta, con un tipo de cambio cooperativo. Este acuerdo sostenía las monedas de los países miembros dentro de un rango fijo frente a los otros miembros.

El Sistema Monetario Europeo (SME) fue la estructura central para la fijación del precio de las monedas de cada país respecto de las demás, estableciendo además una flotación conjunta contra las monedas externas al sistema. Para fijar las paridades de monedas entre los distintos países pertenecientes a la región, se crea el ECU (*European Currency Union*).

Hacia 1992-1993, los fuertes ataques especulativos a la región y los importantes limitantes a la posibilidad de defenderse frente a ella, debilitaron todo el sistema, obligando a repensar la estrategia hacia adentro, y modificando el margen de flotación interno de 2,25% a 15%.

Ya en enero de 1999 se lanza el euro como moneda única, por lo que los tipos de cambio de los estados participantes quedan fijos irrevocablemente, acuñándose en 2002. Así, desde su concepción, el euro ha tomado un rol protagónico en el mercado mundial de monedas.

Hoy en día (diciembre de 2013) la Eurozona se encuentra enfrentando la mayor crisis desde su creación, producto de la falta de coordinación fiscal y supervisión bancaria, pero sobretudo, producto de la falta de supervisión de las variables mínimas de control económico y financiero de cada uno de sus miembros. Esta crisis

fiscal se disparó en 2010 a partir de los temores de insolvencia de Grecia, lo que generó un ambiente de pánico, expandiendo el contagio a Irlanda, Portugal y España.

Grecia posee una muy pequeña participación en la Eurozona (apenas mayor al 2% del PBI total de la región según Eurostat), pero su salida haría replantear toda la estrategia regional y pondría en discusión su verdadera viabilidad y la posibilidad de una disolución. La situación es compleja, y no vemos salida alguna sin pagar un alto costo político, económico y social. Probablemente, al país le resultará muy difícil salir de esta situación sin el apoyo del resto de la Unión Europea, por lo que debería buscar un plan de realineación progresivo y con controles exhaustivos respecto de los pasos a seguir, que desanime la toma de decisiones que lo desvíen del sendero de recuperación.

## **I. Introducción**

Previo a la introducción del euro como moneda única, el régimen monetario utilizado por la comunidad europea era de flotación conjunta, con un tipo de cambio cooperativo. Este acuerdo sostenía las monedas de los países miembros dentro de un rango fijo frente a los otros miembros. La creación de la moneda única (euro) tuvo como propósito avanzar en la integración financiera de los mercados.

En el presente trabajo se buscará analizar, describir y clasificar los regímenes cambiarios de Europa, y su rol en las distintas crisis vividas. Asimismo, se intentará identificar el tipo de crisis y las características que llevó a la ruptura del viejo sistema monetario de dicha región. Finalmente, plantearemos una visión propia y discutiremos los temas de política pública que son necesarios para fortalecer la Eurozona y evitar su deterioro o desintegración.

## **II. Régimen monetario de los países de la Eurozona.**

El Sistema Monetario Europeo (SME), creado en marzo de 1979, fue la estructura central para la fijación del precio de las monedas de cada país respecto a las demás, estableciendo además una flotación conjunta contra las monedas externas al sistema. Los países integrantes del SME, establecían una tasa de inflación y una política de tasas de interés común. Así, manteniendo todos los miembros un tipo de cambio fijo, una variación en la inflación de uno de los países superior a la del resto, generaría fuertes desequilibrios en sus principales variables macroeconómicas<sup>1</sup>. Del

---

<sup>1</sup> Un proceso inflacionario generará un alza permanente en los precios en moneda local y, por la manutención de un tipo de cambio cuasi-fijo, en moneda internacional haciendo al país más caro.



mismo modo, el aumento de tasas de interés de un país por sobre el resto de los integrantes atraería importantes flujos de capital desde el resto de las zonas, presionando sobre el tipo de cambio que se mantendrá artificialmente fijo, conllevando a presiones especulativas y desestabilizadoras sobre el sistema en su totalidad.

El SME se creó como respuesta a las alteraciones causadas en las economías europeas por la fluctuación de los tipos de cambio en las crisis del petróleo (cuadruplicación del precio en 1974) y del colapso del acuerdo de Bretton Wood, que había establecido las reglas para las relaciones comerciales y financieras entre los países más industrializados del mundo. Al SME, ingresan los 15 países miembros de la Unión Europea. Mediante el mismo, se pretendía crear un sistema de monedas cuasi fijo dentro de la región, pero de libre flotación frente al resto de las divisas. Con este objetivo, se crea una unidad monetaria europea, el ECU (*European Currency Union*), que permitió fijar las paridades de monedas entre los distintos países pertenecientes a la región (Ver Eiteman et al., 2000).

El valor del ECU estaba fijado como el promedio ponderado de las monedas de estos países. Estas ponderaciones se basaban en la participación de cada miembro en el comercio entre la Unión Europea y el tamaño de su producto bruto nacional. Hacia el interior de dicha unión se permitía una banda de flotación de  $\pm 2,5\%$ , mientras que hacia afuera el ECU flotaba libremente. El ERM (*Exchange Rate Mechanism*- mecanismo de paridad cambiaria) consistía en 10 países que administraban sus monedas para mantener las paridades fijadas por el SME. Este mecanismo tenía tres reglas principales:

---

Esto generará pérdida de competitividad respecto del resto de la zona y reducirá el nivel de vida al interior del país, generando fuga de recursos, mayor desempleo, etc.

1. Responsabilidad bilateral en la conservación de los tipos de cambio;
2. Disponibilidad de recursos necesarios para conservar las paridades; y
3. Un recurso o valor de seguridad de realineamientos acordados cuando las monedas se alejaban de las paridades.

Los países ingresantes al presente sistema, percibían como gran beneficio el poder coordinar los tipos de cambio dando un gran flujo de comercio existente entre ellos. Sin embargo, una paridad inflexible sin una fuerte coordinación de políticas monetarias, económicas y de tasas de interés, dejaba terreno abierto a especuladores y arbitrajistas.

Hacia 1985 se había firmado un acuerdo de cooperación internacional para controlar la volatilidad del tipo de cambio y establecer objetivos de moneda entre el Grupo de los Cinco (Acuerdo Plaza). Ya en 1987, mediante el acuerdo de Louvre, se había intensificado la coordinación de la política económica para promover el crecimiento y reducir desequilibrios externos. Por su parte, en 1991 los miembros de la Unión Europea se reunieron en Maastricht, para realizar un tratado con un plan de rescate de todas las monedas y reemplazarlas con una única. Dicho tratado tenía unos criterios de convergencia en preparación para la unificación monetaria y buscar la integración y coordinación de las políticas monetarias y fiscales de los países. Sin embargo, el SME sufrió varios cambios importantes desde su concepción original, incluyendo las fuertes crisis y reorganizaciones en 1992 y 1993 que se describen más adelante. Con el objetivo de fortalecer la coordinación de las políticas monetarias, garantizar la estabilidad de precios y poner en marcha una política monetaria y una moneda única, se crea en el año 1994 el Instituto Monetario Europeo (IME) antecesor del actual Banco Central Europeo (BCE). Ya en enero de

1999 se lanza el euro como moneda única, por lo que los tipos de cambio de los estados participantes quedan fijos irrevocablemente, acuñándose en 2002.

### **III. La ruptura del Sistema Monetario Europeo en 1992-1993 y la crisis actual.**

Por la reunificación y reconstrucción luego de la caída del muro de Berlín (noviembre de 1989), Alemania requería de grandes flujos de capital para destinar a la antigua Alemania oriental. Así, el Bundesbank en julio de 1992 incrementó las tasas de interés (de 8% a 8,75%), respondiendo además a las presiones inflacionarias, lo que comenzó a provocar desequilibrios hacia el interior de la región. Los flujos de capitales viraron hacia el país germano y reubicándose en activos denominados en marcos, presionaron sobre las monedas de los demás socios. Economías como la de Francia, Reino Unido e Italia, que enfrentaban un débil crecimiento y aumento en el desempleo, fueron los primeros en sufrir los coletazos de la especulación. La lira, la peseta, la libra irlandesa y, en menor medida, el franco francés sufrieron ataques obligando a los bancos centrales a una larga serie de intervenciones masivas. Pero la poca flexibilidad cambiaria existente gracias al ERM del SME limitaba fuertemente las posibilidades de acción dejando como único canal el de la tasa de interés. Más allá de la suba generalizada de tasas del momento, el paliativo fue insuficiente y el ingreso masivo de capitales en Alemania repercutió fuertemente en el resto de los países.

En este plano, es para destacar el ataque especulativo sufrido por el Reino Unido. El inversionista George Soros, a través de su fondo Quantum planeó una estrategia muy simple pero fuerte y eficaz. En primer lugar estableció líneas de crédito que le permitieron tomar prestados libras esterlinas y convertir toda esa suma en dólares. Es decir, el fondo estaba largo en dólares y corto en libras. Así, luego de haber

realizado silenciosa y discretamente esta operación, comenzó en agosto de 1992 a vender en forma ruidosa sus libras a corto plazo y hacer entrevistas en periódicos financieros diciendo la posibilidad de devaluación de la libra. Su estrategia funcionó, provocó masivos retiros de libras por parte de inversionistas, forzando al gobierno británico a rendirse y devaluar. Krugman (1997) menciona que probablemente Soros adelantó el tiempo de la devaluación de la libra en solo unas semanas, pero en definitiva las condiciones económicas del Reino Unido mostraban una dirección de salida del ERM. La devaluación de la libra se estabilizó cerca del 15%, y el gobierno británico pudo reducir las tasas de interés. Esta combinación de tasas más bajas y tipo de cambio más competitivo llevó pronto a una recuperación económica, produciendo una reducción en el desempleo.

La lira, luego de haberse visto sometida a ataques especulativos, también renunció a su participación en el SME. El sistema sobrevivió a 1992 gracias a la drástica intervención del Banco de Francia y al endurecimiento del control de cambios en Irlanda, España y Portugal, así como por las devaluaciones de la peseta y del escudo. Francia logró oponerse a los ataques especulativos entre 1992 y 1993, permitiendo que el franco flotara, para luego insertarse nuevamente en la banda ERM. Ataques especulativos a los países nórdicos (Finlandia, Suecia y Noruega) resultaron también exitosos, así como los posteriormente realizados al franco francés, libra esterlina y lira italiana en una rápida sucesión. Esto ocasionó que en agosto de 1993 haya una realineación del SME con un ajuste del margen de flotación de 2,25% al 15% convirtiendo un sistema de monedas cuasi-fijo en uno de flotación administrada.

### **III.1. Crisis actual vs crisis de 1992-1993**

Actualmente, la región se encuentra en crisis pero lo cierto es que a pesar de tener ciertos puntos comunes con la crisis de los '90, ambas son en esencia diferentes. La primera de ambas fue especialmente cambiaria, profundizada a partir de la especulación donde los países aún mantenían su moneda, así como un rango de acción reducido. La actual en cambio, es principalmente de deuda (fiscal). La unión monetaria tuvo como principal objetivo unificar el medio general de cambio de la región. De este modo, bajo el cumplimiento de ciertas premisas impuestas de antemano, se evitarían los ataques especulativos (tomando las lecciones de la crisis pasada). Lógicamente, la contracara de esta medida se encuentra en la restricción a la realización de política monetaria independiente, ya que los países dejaron de ser dueños de su propia moneda. Esta potestad quedó en manos del BCE, donde no todos los países poseen la misma fuerza de decisión. La crisis actual, tiene como principal factor de análisis a los movimientos de capitales, que fueron realizados dentro y fuera de la Eurozona. Estos movimientos de fondos se produjeron todos en la misma moneda dentro de la región (a diferencia de la crisis anterior donde cada país tenía su propia moneda).

Hoy en día solo existe una moneda y una gran coordinación de políticas monetarias entre los países. La crisis fiscal en la Eurozona se disparó a partir de los temores de insolvencia de Grecia, lo que generó un ambiente de pánico, expandiendo el contagio a Irlanda, Portugal y España. Esto encendió el alerta sobre la percepción errónea del riesgo dentro de los distintos países de la zona, profundizando la pérdida de confianza.

Grecia, punto de partida y caso emblemático de la actual crisis europea, posee características específicas en su economía, instituciones y políticas propias (corrupción, evasión impositiva, poca diversificación en su matriz productiva, débil

marco institucional, etc.) que propiciaron su debilidad fiscal. Estas singularidades de su economía y la idiosincrasia de su sociedad llevaron al país a generar persistentes e importantes déficits fiscales y un estado sobredimensionado.

Por otro lado, a la presente crisis de la Eurozona se llega con un comportamiento pro cíclico por parte de las autoridades fiscales (gastando más de lo debido en épocas de crecimiento), disminuyendo los ahorros necesarios ante una crisis y por ende su capacidad de respuesta. Se debió asimismo, afrontar los costos de los rescates del sistema financiero y otras medidas de rescate presupuestarios. Otra distinción importante con la crisis del 92-93, es que el entorno económico mundial es diferente por la magnitud de la recesión global que comenzó en 2008 debilitando fuentes de ingresos de los gobiernos y gatillando gastos públicos para la contención social. En algunos países como España, el Reino Unido e Irlanda por el fin de los auges de activos y las burbujas, principalmente en el sector inmobiliario, era previsible que signifique una caída en la recaudación de los estados. Diferente es el caso español, donde el problema no provino del lado de la insolvencia del gobierno como en Grecia, sino que se suscitó principalmente desde el sector bancario.

En cambio, la crisis europea de 1992-1993, tuvo como principal factor a los movimientos de capitales desestabilizadores (algunos respondiendo al incremento de tasas de Alemania y otros especuladores). Los mismos fueron intraregión, y tuvieron además un fuerte pasaje (o arbitraje) de moneda, generando presión sobre varias de ellas frente a otras. La coordinación intraregión era principalmente monetaria. Asimismo, aunque reducido, los países tenían un margen de maniobra en política monetaria (2,5% de desvío) y tenían su moneda (el ECU solo era un sistema de paridad). No se pensó en fuertes mecanismos de control frente a la especulación, a la vez que hubo poca coordinación en el resto de las áreas. Hacia adentro de la zona, el riesgo moral era mucho más reducido que en la actual crisis, ya que el

contrato entre los países era mucho menos comprometido. La salida del SME tenía consecuencia mucho menos traumáticas, era más simple, y la corrección requirió mucho menos esfuerzo (pasar del 2,5% al 15%).

#### **IV. Modelos de primera y segunda generación – caracterización de la crisis cambiaria europea de 1992-1993.**

El modelo canónico de crisis cambiaria desarrollado inicialmente por Krugman (1979) y profundizado por Flood y Garber (1984), fue diseñado para imitar la historia de la junta de los productos *commodities*. Fue inspirado en la caída del sistema de Bretton Wood del tipo de cambio fijo, ya que en el año 1971 bajo la presidencia en EE.UU. de Nixon se suspende la convertibilidad del dólar en oro con lo que este metal dejó de tener relación legal alguna con los sistemas financieros. EE.UU. había llegado a esta situación presentando déficits persistentes y crecientes en su balanza de pagos, por lo cual devaluó su moneda.

La principal causa de este tipo de crisis de primera generación es la realización de políticas inconsistentes por parte de los gobiernos. Según Krugman (1997) el modelo canónico de crisis cambiarias es el resultado de una incompatibilidad fundamental entre las políticas domésticas, típicamente con déficit presupuestario financiado con emisión de dinero, y el intento de mantener un tipo de cambio fijo. Esta inconsistencia puede ser enfrentada temporalmente si el banco central tiene suficientes reservas, pero cuando estas reservas son atacadas por especuladores inadecuados fuerzan la situación con una ola masiva de ventas, forzando al abandono del tipo de cambio fijo.

El modelo de segunda generación de crisis financiera representada por Obstfeld (1994), en cambio, requiere de tres ingredientes: una razón por la cual el gobierno le

gustaría abandonar su tipo de cambio fijo. En segundo lugar, tiene que haber una razón por la que el gobierno quiere defender el tipo de cambio por lo que existe una tensión entre estos motivos. Finalmente, con el fin de crear la lógica circular que impulsa una crisis, el costo de defender una tasa fija debe aumentar a sí mismo cuando la gente espera (o al menos sospechoso) que el tipo de cambio podría ser abandonado. El principal motivo para devaluar la moneda, es que al tener una gran carga de la deuda denominada en moneda nacional el gobierno se puede ver tentado a inflar el tipo de cambio pero no puede al tener un tipo de cambio fijo. Otra posibilidad es que el país sufre de desempleo debido a la tasa de salario nominal a la baja, y que le gustaría adoptar una política monetaria más expansiva, pero no puede al tener por un tipo de cambio fijo. Esto último fue en esencia el fundamento de la salida del mecanismo de tipos de cambio del SME en 1992 por parte del Reino Unido.

En el caso que acabamos de describir, la crisis es provocada en última instancia por la falta de coherencia de las políticas gubernamentales (monetarias y fiscales especialmente), que hacen que la supervivencia a largo plazo del tipo de cambio fijo sea imposible. En ese sentido, la crisis es impulsada por los fundamentos económicos, y no es atribuible al ataque especulativo. El gobierno, se ve obligado a abandonar el tipo de cambio fijo por un ataque especulativo que hizo su defensa demasiado cara. Sin embargo, en algunos casos, el ataque especulativo tiene el potencial de provocar la crisis y modificar los fundamentos. Un punto clave e importante que destaca Krugman (2013) de este modelo fue la posibilidad de que surjan crisis autocumplidas, en la que ante una caída en la confianza de los inversores podría generar una depreciación de la moneda justificada por el pesimismo de los mismos. El efecto contagio en la crisis europea 1992-1993 también se hizo sentir, ya que hubo un elemento de devaluación competitiva. Si la



libra se devaluaba afectaba adversamente al comercio y al empleo de Francia, por lo que dicho gobierno recibía presiones para abandonar el tipo de cambio fijo.

La crisis del ERM demuestra claramente la importancia del modelo de segunda generación de crisis, ya que los países europeos atacados en 1992 y 1993 no se ajustaban al modelo canónico de crisis en absoluto, como también lo desarrolla Krugman (1997) en su caso de estudio. Ya que en todos los casos los gobiernos conservaban el pleno acceso a los mercados de capitales, tanto nacionales como extranjeros. Esto significaba, que no tenían ninguna necesidad de monetizar sus déficits presupuestarios, y de hecho no tenían un rápido crecimiento del crédito interno. Tampoco padecían ninguna limitación sobre las reservas de divisas pudiendo endeudarse en los mercados extranjeros sin problemas, y podían estabilizar sus monedas elevando las tasas de interés internas. Como así, todas las economías de destino tenían inflación baja y estable, tanto antes como después de la crisis. Los gobiernos europeos se encontraban detrás del problema del desempleo, debido a una demanda inadecuada y de presiones sobre las autoridades monetarias para realizar políticas expansivas.

Krugman (1997) enuncia cuatro aspectos especiales de las crisis del ERM a tener en cuenta: 1) El rol de George Soros en el desencadenamiento de la crisis; 2) La crisis puso de manifiesto la casi irrelevancia de las reservas de divisas en un mundo de alta movilidad de capitales. Los bancos centrales del Reino Unido y de Italia fueron capaces de participar en la intervención cambiaria directa a gran escala, sin embargo esta intervención se esterilizó (compensadas por las operaciones de mercado abierto con el fin de evitar la reducción del tamaño de la base monetaria), y ello fue claramente ineficaz. 3) La crisis del ERM parece no haber sido anticipadas por los mercados financieros. 4) Los países que supuestamente "fracasaron", y que

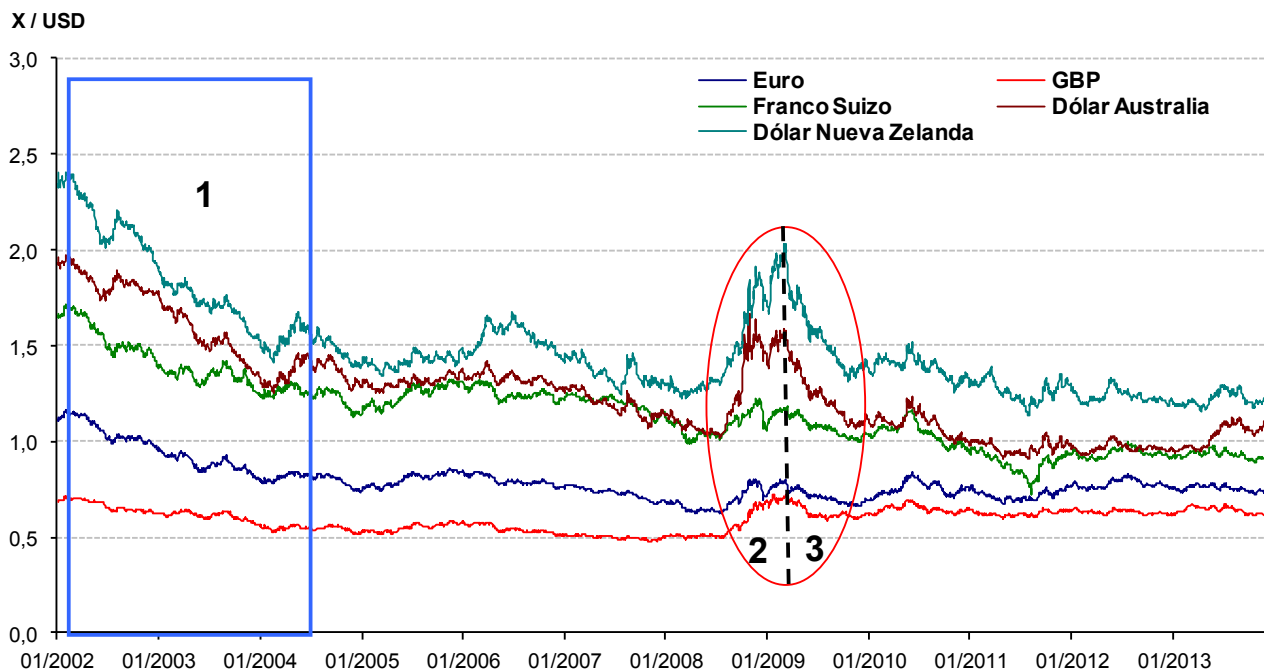
fueron expulsados de sus paridades, les fue mejor que cualquiera de otros países que defendieron sus monedas. El Reino Unido experimentó un rápido descenso de su tasa de desempleo sin incrementos en la inflación.

#### **V. La evolución de la moneda común dentro de los mercados internacionales.**

Desde su concepción, el euro ha tomado un rol protagónico en el mercado mundial de monedas. Siendo al día de hoy la más importante por detrás del dólar estadounidense, a pesar de la creciente internacionalización del renminbi (yuan) y por encima del yen japonés y la libra esterlina. Aunque la moneda China se transformó en la segunda más utilizada (superando al euro), su uso en transacciones se concentra en China, Hong Kong y Singapur.

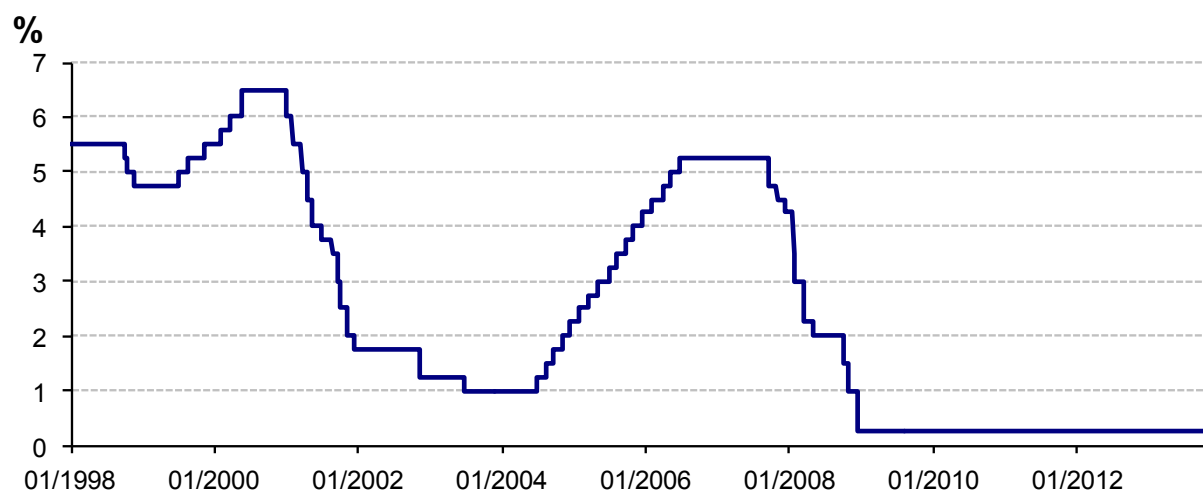
La Figura 1 muestra la evolución de algunas de las principales monedas en tres fases. La primera corresponde a la creación y acuñación de la nueva divisa europea. El euro nace a una paridad de 1,1064 frente al dólar aunque rápidamente las perspectivas de un incremento en la eficiencia de la zona generan una fuerte apreciación cambiaria, tanto para el euro como para el resto de las monedas de la región y las comercialmente ligadas. Estados Unidos, por su parte, estaba enfrentando su primera crisis luego de una década de crecimiento sostenido (iniciada luego del ataque terrorista del 11 de septiembre de 2001 y con las punto com). Esta crisis no tuvo su causa en el acto terrorista en sí (aunque pudo tener un efecto económico directo en industrias como las aerolíneas y el turismo). La consecuencia principal fue la caída de la confianza de los inversionistas en el mercado. El 2002, además de mostrar el colapso del gigante WorldCom, las quiebras de varias otras *telecoms*, el colapso de dos de las aerolíneas mayores del país (UAL y USAir), la quiebra del segundo mayor minorista de descuento (Kmart),

cerró con broche de oro con la quiebra de la aseguradora y administradora de fondos Conseco.



**Figura 1: Evolución histórica del tipo de cambio de monedas contra el dólar estadounidense (2002-2013). Fuente: elaboración propia en base a Thomson Reuters.**

A principios de enero del 2003, el presidente Bush anunció “el plan de reactivación económica”. Sin embargo, los inversionistas no recuperan la confianza. Ya hacia principios de 2004, con el inicio del periodo de alza en las tasas de interés para atraer dólares (Figura 2) y una lenta recuperación, la economía comienza a estabilizarse y, con ello retorna de a poco la confianza en la economía y moneda norteamericana.



**Figura 2: Tasa de interés de corto plazo de la Reserva Federal de EE.UU. (1998-2013)**

**Fuente: elaboración propia en base a Thomson Reuters.**

Por entonces, la gestación de la crisis financiera en Estados Unidos comenzaba. Esta grave situación desatada en 2007 con comienzo en el sector *subprime* hipotecario (comparable por su magnitud con la gran contracción de 1930), comenzaba a transmitirse a otras partes del mundo. Podemos citar como principales causas, el excesivo nivel de apalancamiento de las familias y empresas, la alta liquidez reinante en búsqueda de rendimientos superiores, laxa regulación financiera e innovación de nuevos instrumentos financieros.

La segunda fase, podemos determinarla hasta fines de enero del 2009 y la tercera hasta enero de 2010. En este periodo vemos un fortalecimiento importante del dólar frente a las principales monedas, a pesar de ser EE.UU. el centro y originador del problema. El euro, cotizado a € 0,71 por USD, paso en un mes a valer € 0,78 (suba de 9,6% en el mes). El motivo principal se dio por los temores a una profundización de la crisis en la zona euro, sumado a que las medidas de recuperación parecían tardías e insuficientes. Esto repercutió aun con más fortaleza en el resto de las

monedas de la región (especialmente en el Franco Suizo) y en los dólares de Australia y Nueva Zelandia. Estas dos últimas monedas, con las cuales se especulaba fuertemente para realizar *carry trade* junto al Yen japonés. En noviembre de 2008, ya con la caída del banco de inversión Lehman Brothers, EEUU inicia sus políticas monetarias expansivas con el *Quantitative Easing* (QE) 1 que termina en marzo de 2010. En 17 meses se inyectan a la economía un número cercano a los USD 600.000 millones. A este programa puede atribuírsele gran parte de la depreciación posterior del dólar frente al resto de las monedas. En noviembre de 2010 se inicia el QE2 por un monto similar, que dura hasta junio de 2011. Sin embargo, la pendiente de depreciación de la divisa estadounidense es claramente más suave para este período. Luego, con la operación Twist (septiembre 2011/junio 2012) y el QE3 iniciado en Septiembre de 2012, no se registran importantes movimientos a nivel cambiario. El BCE aunque en menor medida, también comenzó con programa de expansión monetaria a través de medidas no convencionales. Como también lo hicieron importantes bancos centrales del mundo para enfrentar la crisis (Inglaterra y luego Japón con su *Abenomics*). El efecto común de estas operaciones no convencionales de política monetaria es una expansión sin precedentes de los balances de los Bancos Centrales (Gros et al., 2012).

## **VI. Caminos para mantener la Eurozona a flote y fortalecerla.**

Hoy en día la Eurozona se encuentra enfrentando la mayor crisis desde su creación, producto de la falta de coordinación fiscal y supervisión bancaria, pero sobretudo, producto de la falta de supervisión de las variables mínimas de control económico y financiero de cada uno de sus miembros. La creación de una única moneda y un banco común a todos los países no parece haber sido suficiente para impedir el desalineamiento de los objetivos regionales. Así, varios países, por imprudencia,

falta de control o divergencia respecto de los objetivos comunes, persiguieron fines propios en lugar del bien común. Luego de las excesivas políticas de bienestar y la falta de incentivos o capacidad para generar mayor productividad en su producción, Grecia puso al resto de la Eurozona en lo que podría ser un claro caso del dilema del prisionero, donde ambos podrían caer en el peor equilibrio. Las variables son Supervisión – No supervisión, Bien común – No bien común (dígase, bien propio). Así, la confianza en el país al haber cumplido los criterios mínimos requeridos para la entrada en la Eurozona, llevo a relajar los criterios de supervisión o “cárcel”, pero hubo incentivos para que Grecia busque el bien propio o “hable”, llevando al peor equilibrio: Crisis en Eurozona y en Grecia. Si bien Grecia no es independiente de la zona euro (como sí lo son ambos presos para decidir) entendimos pertinente realizar el ejercicio e interesante el análisis del resultado obtenido. El principal problema visto desde la perspectiva global, no radica en la mala situación económico-financiera de Grecia sino en las expectativas y credibilidad que esto ha generado en el resto de la región. Doce años después de la adopción del euro, el país se encuentra “en quiebra” mostrando, según expresan Alcidi et al. (2012) fuertes déficits fiscales; altos ratios de fraude fiscal; baja recaudación tributaria; déficit de cuenta corriente; pérdida de competitividad; ratio muy elevado de deuda externa, una importante desigualdad económica medida desde el coeficiente de Gini y un sistema de pensiones insostenible. La dejadez y corrupción con la que se manejó el país helénico los últimos años intensificó las rigideces del mercado laboral y de bienes, creando una ilusión insostenible de bienestar (dada la baja productividad de su economía) lo que derivó en una importante debilidad institucional. Al día de hoy, el país posee una industria muy limitada (mayormente turismo e industria naval) y muy poco productiva, con enormes gastos sociales y un estado de bienestar insostenible en el tiempo, que solo pudo crearse a partir de la ineficiencia en el seguimiento y la falta de control sobre sus acciones por parte de los “reguladores”,

que no debían permitir el alejamiento de las variables que permitieron su entrada a la zona euro.

### **VI.1. *Dracmatizar una posible salida de Grecia.***

Grecia posee una muy pequeña participación en la Eurozona, pero hoy su poder no está en línea con ella, ya que su salida no pasaría desapercibida ni tendría efectos mínimos. Sino por el contrario, haría replantear toda la estrategia regional y pondría en discusión su verdadera viabilidad y la posibilidad de una disolución. En línea con este tema y opuesta a nuestra opinión, Feldstein (2012) plantea que el fracaso de la formación de la Eurozona fue inevitable por haber impuesto una moneda única, ya que si bien se buscaba mantener una política armoniosa en Europa, Alemania y Francia aplicaron políticas de austeridad a los países más chicos llevándolos a esta situación. La visión al respecto parece haber mirado solo el muy corto plazo por un lado, y ser poco crítica respecto del accionar de los propios países por el otro.

Al ingresar a la Eurozona en 2001 (por voluntad propia), la economía griega era supuestamente saludable. El ingreso le dio importantes beneficios y la posibilidad de una red de comercio regional diversificada y de suma importancia. Países como Alemania o Francia, a quienes el mencionado autor acusa de obligar a realizar políticas de austeridad sobre países chicos, “ajustaron” las necesidades de sus países mediante un importante crecimiento en la productividad apoyado en políticas económicas y financieras acordes a su realidad, generando constante credibilidad y aprovechando las ventajas que la región les otorgo. Grecia, en cambio, decidió mantener un estado de bienestar basado en una industria improductiva y limitada, sumido en la corrupción, y exponiéndose cada vez más al mundo mediante la toma de deuda para mantener un modelo de país claramente ineficiente (en este punto

puede verse un paralelismo con la Argentina de los 90 donde, por mantener un sistema claramente ficticio respecto de la realidad económica, se tomó deuda y se privatizó un gran número de empresas estatales llevando al país a la “quiebra”).

Finalmente, volvemos al tópico de mayor controversia de los últimos tiempos que tiene que ver con la posible salida de Grecia de la Eurozona y sus costos. Alcidi et al. (2012) plantean que una salida de la región del país helénico, provocaría una vuelta al dracma y una fuerte devaluación, con su consecuente caída del PBI, una crisis de deuda, una fuga de capitales, y obviamente un aumento del ratio deuda/PBI aunque en el largo plazo, volvería a sus niveles de PBI, y podría generar competitividad manejando el tipo de cambio para volver a crecer. El mayor problema se generaría en el resto de la zona euro, donde se presentarían fuertes pérdidas en bancos europeos (especialmente en Francia y Alemania, que son los mayores poseedores de deuda griega), y la aparición de corridas bancarias en países de similar perfil. Feldstein (2012) plantea dos alternativas, la primera es un ajuste en los costos de producción del 40% bajando los salarios dado que no se puede ajustar por productividad, pero el costo político y social es muy alto por lo que no sería viable. Como segunda alternativa, plantea una devaluación y default llegando a una *dracmatización* de la deuda y expulsión de la zona euro. Este punto de vista, aun más radical que el anterior, plantea varios dilemas tanto “morales” como económicos y sociales. Entendemos que un giro de este estilo puede dejar al país sumido en una profunda crisis, y totalmente excluido del mundo financiero. Así, sin el apoyo del resto de Europa, su recuperación podría tornarse mucho más lenta y turbulenta, y las consecuencias dejarían huellas permanentes tanto a nivel económico y financiero, como social. La experiencia argentina post default puede ilustrar un posible escenario: juicios desde todos los frentes afectados por el *default*, problemas con *holdouts* (quienes no acepten las condiciones de renegociación de los términos



de la deuda), exclusión automática de los mercados de deuda internacionales, pérdida de confianza en las instituciones, caída de inversión extranjera directa y empeoramiento de ratios, entre otros problemas.

La situación es compleja, y no vemos salida alguna sin pagar un alto costo político, económico y social. Probablemente, pensando desde un concepto de equilibrio general y teniendo en cuenta que al país, dada su historia y coyuntura actual, le resultará muy difícil salir de esta situación sin el apoyo del resto de la Unión Europea, debería de buscarse un plan de realineación del país, progresivo y con controles exhaustivos respecto de los pasos a seguir, que desanime la toma de decisiones que se desvíen del sendero de recuperación.

#### **VI.2. La unión bancaria europea y la necesidad de una política fiscal coordinada.**

En un trabajo reciente Dell'Ariccia et al. (2013) argumentan que para la creación de una unión bancaria se necesita un marco regulatorio y de supervisión único, así como un único mecanismo de resolución y una red de seguridad compartida. Explican que sería un buen inicio, aunque no solucionaría todos los problemas, por lo que deberían sumarse además políticas macroeconómicas y mecanismos de control integrados. Stiglitz (2013), también pregona una reforma estructural en la Eurozona con una unión bancaria real, con una supervisión común, seguro de depósito común y resolución común, para que el dinero no siga yendo de los países más débiles a los más fuertes. Por otro lado radicaliza, exhortando a que el banco central no se centre solo en la inflación sino también en el crecimiento.

En cambio, Gros (2013) ve como poco probable alcanzar en el corto plazo una unión bancaria plenamente desarrollada. Explica que lo peor para la Eurozona es

quedarse en un *status quo* inestable, con créditos bancarios transfronterizos importantes como para transmitir conmociones financieras locales a todo el sistema, pero que la integración financiera no sea lo suficientemente profunda como para garantizar que el capital fluya libremente en la zona monetaria. Y agrega que si una unión bancaria plena no es posible, quizá sea preferible seguir la tendencia de renacionalización de los créditos transfronterizos (préstamos de bancos alemanes fundamentalmente, a la periferia siguen cayendo luego de la crisis de 2008), ya que se obtendría un poco de estabilidad.

Siguiendo esta línea de pensamiento, entendemos que sería un buen comienzo y asimismo acordamos en que solo sería un buen paliativo de corto y mediano plazo, pero que en el largo plazo, podría no ser suficiente ya que el principal problema no ha sido atacado, dígame el riesgo moral y la selección adversa. De este modo, si no se logra obtener un óptimo de Pareto y una dinámica convergente hacia dicho punto, donde el óptimo sea tan importante como su estabilidad, la unión de una región en la que priman las diferencias culturales e ideológicas, y cuyas economías poseen importantes diferencias en su composición, no podrá ser exitosa.

Stiglitz (2013) menciona que ningún país ha restaurado la prosperidad a través de la austeridad y que Alemania y algunos países del norte de Europa han demostrado poca solidaridad europea (no se les debe pedir dinero para pagar la factura de sus vecinos). El desempleo en Europa sigue siendo muy preocupante con una media arriba del 12%, especialmente en Grecia mayor al 27% y en España mayor al 26% (principalmente en sectores jóvenes). De acuerdo a De Grauwe (2011), se debería trabajar en políticas preventivas y alarmas o disparadores de alerta, apuntando al desarrollo de un sistema de alertas tempranas. Ciertamente es también que la economía Europea parece estar en una trampa de liquidez, con una importante y creciente

diferencia entre la base monetaria y el M3, lo que dejaría sin efecto la idea de recuperar la economía con política monetaria. La alternativa que se discute, está en la posibilidad de realizar una política fiscal conjunta. Autores como De Grauwe y Ji (2013), lo ven como algo que podría llevar la región a una mayor consolidación, aunque otros, como Feldstein (2013) por el contrario, creen que una unión fiscal exacerbaría los problemas ya generados por la unión monetaria. Este ha sido un punto álgido y controversial dentro de la literatura contemporánea. No existen garantías de buen funcionamiento, pero lo cierto es que dentro de la coordinación y alineación de incentivos planteadas a lo largo del presente trabajo, no puede dejarse fuera la obtención y asignación de recursos fiscales. Probablemente una opción podría ser el planteamiento de ciertos lineamientos comunes generales, pero no presionar demasiado sobre el punto para no generar mayor dependencia y pérdida de soberanía de los países respecto de la región.

Stiglitz (2013) y otros autores plantean alguna forma de mutualización de la deuda, como la emisión de eurobonos permitiendo endeudarse a tasas de interés más bajas y poder estimular la economía saliendo de la austeridad. El problema en esta alternativa se plantearía, entre otras cosas, en la confianza frente a los distintos países emisores. Además, no eliminaría el riesgo de salida de la zona Euro de países como Grecia ya que no es una medida que pueda alinear incentivos de cada país respecto de la región. De esta forma, y según lo que se busque priorizar, es importante plantear el rol del BCE como prestamista de última instancia, modificando lo pactado en el tratado de Maastrich que prohíbe al banco el rescate de sus miembros en casos como el ocurrido. Siendo que esta cláusula no fue respetada con la compra de bonos de distintos países en dificultades (España, Italia, Grecia, Irlanda, etc.), se debería plantear la posibilidad de un mecanismo de ayuda menos improvisado, más eficiente y legítimo, donde la población no sea quien se haga

cargo de asumir las malas decisiones de política económica y financiera. Otra cuestión del BCE, es que al imponer *seniority* absoluto (crisis griega) sobre la deuda adquirida con prioridad de cobro en sus programas de ayuda, genera mayor incertidumbre en el mercado, dado que los inversores tendrán que enfrentar un valor de recupero menor de los títulos porque primero debe pagársele al banco central (Ver Gros et al., 2012).

Por otro lado, el BCE está listo para tomar a su cargo la supervisión de los bancos más grandes, pero los siguientes pasos ya fueron puesto en duda y cuestionados por los países.

## **VII. Conclusiones y reflexiones**

Hoy en día en la Eurozona existen serios problemas de productividad de varios países detrás de la crisis, y hay muy pocas herramientas para actuar. Los países de la periferia dependen de sus mejoras de la productividad y la competitividad (menores costos laborales). Asimismo, aparecen fuertes incentivos contrapuestos para mantenerse en la región, (existen incentivos que alimentan la existencia del *moral hazard*. Por lo que los costos de salida de un miembro para la Eurozona son muy altos (no solo económicos sino políticos y de confianza). La salida de un integrante podría ser el fin de la Eurozona, pudiendo generar un efecto contagio hacia los demás. A su vez, los balances de los bancos siguen muy débiles y queda por ver la capacidad del Banco Central Europeo de mejorarlos y supervisarlos.

Luego de varios años, la zona euro ha sufrido una fuerte crisis de la que no ha podido salir ilesa. Las heridas infligidas a causa de su propia ineficacia regulatoria han mostrado las graves falencias que una integración monetaria puede causar si no

se tiene en cuenta otro tipo de variables como una supervisión y coordinación de políticas fiscales y de deuda conjuntas, y sobre todo, si no se alinean los incentivos para la obtención de un crecimiento equilibrado, sostenido y sistémico. Habrá que esperar para ver si la Eurozona puede tomar nota de sus errores y corregirlos para consolidar la unión, o no resistirá esta situación y se desintegrará.

## **Bibliografía:**

Alcidi, Cinzia, Giovannini, Alessandro, and Gros, Daniel. 2012. "'Grexit': Who would pay for it?." CEPS Policy Brief, No. 272, 23 may. [www.ceps.org](http://www.ceps.org)

De Grauwe, Paul. 2011. "The Governance of a Fragile Eurozone." CEPS Working Document No. 346. [www.ceps.org](http://www.ceps.org)

De Grauwe, Paul, and Ji, Yuemei. 2013. "The Legacy of Austerity in the Eurozone." CEPS Note, October. [www.ceps.org](http://www.ceps.org)

De Grauwe, Paul, and Ji, Yuemei. 2013. "Fiscal implications of the ECB's bond-buying programme." VOX, June 14. [www.voxeu.org](http://www.voxeu.org)

Dell'Ariccia, Giovanni, Goyal, Rishi, Koeva-Brooks, Petya, and Tressel, Thierry. 2013. "A banking union for the Eurozone." VOX, April 5. [www.voxeu.org](http://www.voxeu.org)

Eiteman, David. K., Stonehill, Arthur I., y Moffett, Michael H., ed. 2000. Las Finanzas en las Empresas Multinacionales." Octava Edición. Prentice Hall, 38-45.

Feldstein, Martin. 2012. "The Failure of the Euro." *Foreign Affairs*, January/February.

Feldstein, Martin. 2013. "Coordination in the European Union." NBER Working Paper 18672, January. [http://www.nber.org/papers/w18672.pdf?new\\_window=](http://www.nber.org/papers/w18672.pdf?new_window=)

Flood, Robert P., and Garber, Peter M.. 1984. "Collapsing exchange rate regimes: some linear examples." *Journal of International Economics* 17:1-13

Gros, Daniel, Alcidi, Cinzia, and Giovanni, Alessabdro. 2012. "Central Banks in Times of Crisis: The FED vs. the ECB." CEPS Policy Brief No. 276. July 11. [www.ceps.org](http://www.ceps.org)

Gros, Daniel. 2013. "The European Banking Disunion." *Project Syndicate*, November 6. <http://www.project-syndicate.org/commentary/daniel-gros-on-the-eurzone-banking-sector-s-unstable-status-quo>

Krugman, Paul. 1979. "A model of balance of payments crises." *Journal of Money, Credit, and Banking* 11: 311-325.

Krugman, Paul. 1997. "Currency crises." October. <http://web.mit.edu/krugman/www/crises.html>

Krugman, Paul. 2013. "Currency regimes, capital flows, and crises." Draft, October 27. <https://webspace.princeton.edu/users/pkrugman/Currency%20regimes.pdf>

Obstfeld, Maurice. 1984. "The logic of currency crises." *Cahiers Economiques et Monetaires* 43:189-213.

Stiglitz, Joseph. 2013. "An Agenda to Save the Euro." *Project Syndicate*, December 4. <http://www.project-syndicate.org/commentary/joseph-e--stiglitz-says-that-the-europe-will-not-recover-unless-and-until-the-eurozone-is-fundamentally-reformed>

## **Información para autores interesados en publicar en la Serie de Documentos de Trabajo de la Escuela de Negocios**

### Formato

Se aceptan manuscritos en español, portugués o inglés.

Los manuscritos no podrán exceder 50 páginas, incluyendo tablas y gráficos, utilizando interlineado 1,5, fuente Times New Roman 12 y márgenes amplios (2,5 cm izquierdo y derecho).

El texto deberá incluir una página de presentación con el nombre completo y afiliación el autor(es), un resumen de no más de 150 palabras, los códigos JEL (Journal of Economic Literature (JEL) Classification System) y un mínimo de 3 palabras clave.

De haber ecuaciones ellas se numerarán consecutivamente en estilo arábigo. Las referencias bibliográficas se mencionarán utilizando el estilo del American Economic Review (ver [http://www.aeaweb.org/sample\\_references.pdf](http://www.aeaweb.org/sample_references.pdf))

La Escuela de Negocios y la Pontificia Universidad Católica Argentina entienden que la opinión vertida por el autor(es) es de su exclusiva responsabilidad.

Enviar el texto a la dirección electrónica: [martin\\_grandes@uca.edu.ar](mailto:martin_grandes@uca.edu.ar). Se aceptan textos únicamente en formato Microsoft Word.



Frecuencia: no hay una periodicidad predeterminada. Los manuscritos los aprueba un comité editorial y se publican electrónicamente luego del proceso de edición y formateo.

Para más información ver:

<http://www.uca.edu.ar/index.php/site/index/es/uca/escuela-de-negocios/investigacion-aplicada/informacion-para-autores/>