

Guillermo de la Dehesa

LA CRISIS DE LA EUROZONA

¿Una crisis autoinfligida?



Alianza editorial

Guillermo de la Dehesa

La crisis de la Eurozona
¿Una crisis autoinfligida?

Índice

Prefacio

Prólogo

Introducción. La crisis de la Eurozona. ¿Una crisis autoinfligida?

1. Fallos de diseño y de gestión de la Eurozona
2. Fragmentación y renacionalización financiera en la Eurozona
3. No habrá una ruptura del euro
4. El BCE es el más independiente y el más creíble
5. El BCE, único supervisor bancario de la Eurozona
6. Compras ilimitadas de deuda soberana OMT
7. La necesaria unión bancaria de la Eurozona
8. ¿Toma riesgos el BCE al comprar deuda?
9. Expansión monetaria y riesgo compartido
10. Tipos casi a cero: quién gana y quién pierde
11. Efectos colaterales de la política del BCE
12. ¿Tiene realmente futuro la Eurozona?
13. Tipos de interés negativos del BCE y el 'helicopter money'
14. Cómo hacer que el euro sobreviva
15. El futuro largo plazo de la Eurozona
16. Diez evidencias sobre los multiplicadores fiscales
17. La Eurozona necesita dar más pasos hacia una unión fiscal
18. Mitos, equivocaciones y mala gestión de la Eurozona
19. La década perdida de la Eurozona
20. El euro es todavía una divisa sin un Estado Soberano
21. De cómo entró Grecia en la Eurozona
22. La posición de los economistas alemanes sobre la Unión Monetaria

23. Política monetaria, tipos de interés y cotización bursátil
24. Tipos de interés muy bajos o negativos y estancamiento secular
25. El dilema de Triffin en la Eurozona
26. Las asimetrías en la Eurozona
27. Cómo conseguir una Eurozona más homogénea
28. La gestión macroeconómica en la Eurozona
29. La integración financiera de la Eurozona
30. Los problemas derivados de unos tipos de interés real bajos
31. Cómo paliar los problemas fiscales de la Eurozona
32. La relación entre la consolidación fiscal y las reformas estructurales
33. Completar la Unión Bancaria en la Eurozona
34. Cómo conseguir que la Eurozona sobreviva
35. La reforma financiera posterior a la crisis
36. Preservar la Eurozona implica más certidumbre y disciplina regulatoria
37. Repensar el papel de la política fiscal en la Eurozona
38. La posición franco-alemana: compartir riesgo y disciplina de mercado
39. Contestación a las propuestas de los economistas alemanes y franceses
40. La nueva hoja de ruta de la Comisión Europea
41. El Fondo Monetario Europeo
42. ¿Qué tipo de unión fiscal necesita la Eurozona?
43. La ingeniería financiera no es suficiente para estabilizar la Eurozona
44. ¿Una capacidad fiscal mayor para la Eurozona? La posición alemana
45. La política fiscal de la Eurozona sigue como en la edad de piedra
46. La política fiscal de la Eurozona necesita una revisión urgente
47. La Eurozona necesita una política fiscal

48. El FMI insiste en que la Eurozona necesita una cierta unión fiscal
49. Los Consejos Fiscales independientes y la conducta de la política fiscal
50. La labor del Banco Central Europeo es cada vez más difícil
51. El Banco Central Europeo bajo Mario Draghi
52. La posición de los economistas alemanes sobre el futuro de la Eurozona
53. Ahorro frente a gasto y desempleo en la Eurozona
54. ¿La Unión Europea como un imperio?
55. Conseguir la supervivencia de la Eurozona
56. La Eurozona necesita más reformas: la visión alemana
57. ¿Por qué crece poco la Eurozona?
58. ¿Hasta dónde puede llegar el BCE frente a los tipos cercanos a cero?
59. Las reglas fiscales, el punto de vista de la Comisión Europea
60. Propuestas alemanas y francesas para la reforma fiscal de la Eurozona
61. Diferenciales de riesgo de Italia: riesgo fiscal frente a riesgo de redenominación
62. ¿Existirá algún día una política fiscal del conjunto de la Eurozona?
63. ¿Cómo alcanzar una unión fiscal en la Eurozona?

Epílogo

Bibliografía

Créditos

Prefacio

Este libro se compone de dos partes: la primera la escribí para el Group of Thirty (G30) de Washington, del que soy miembro, desde hace 29 años, con el título: *A Self Inflicted Crisis: Design and Management Failures Leading to the Eurozone Crisis*, publicado en 2012 y que se agotó en menos de un mes.

Además, escribí para el Group of Thirty (G30), en 2007, *Nine Common Misconceptions about Competitiveness and Globalization*.

Asimismo, escribí para el Group of Thirty (G30) *Twelve Market and Government Failures Leading to the 2008-2009 Financial Crisis*, en 2010.

El Group of Thirty (G30) es un grupo de economistas y de banqueros centrales. Entre los que se encuentran:

Martin Feldstein, John Bates Clark Medal, en 1977.

Paul Krugman, Premio Nobel de Economía, en 2008, y Jon Bates Clark Medal, en 1991.

Lawrence Summers, John Bates Clark Medal, en 1993.

Lawrence Summers, John Bates Clark Medal, en 1993.

Raj Chetty, John Bates Clark Medal, en 2013.

Asimismo, he escrito los siguientes libros de economía para Alianza Editorial:

Comprender la Globalización (2000), con un prólogo de Paul Krugman, profesor de Economía en el Massachusetts Institute of Technology (MIT) [*Winners and Losers in Globalization* (2006), con un prólogo de Paul Krugman que se ha traducido al chino por Peking University Press].

Globalización, desigualdad y pobreza (2003) [*What do we know about Globalization. Issues of Poverty and Income Distribution* (2007) con un prólogo de Stanley Fischer, vice-

presidente de la Reserva Federal de Estados Unidos y gobernador del Banco de Israel].

Quo vadis Europa? (2004) [*Europe at the Crossroads* (2006)], con un prólogo de Olivier Blanchard, profesor de Economía en la Cambridge University, Massachusetts y economista jefe del Fondo Monetario Internacional].

Comprender la Inmigración (2008) [*Globalization of Labour and Migration*].

La primera gran crisis financiera del siglo XXI (2009).

Y, finalmente, *La crisis de la Eurozona. ¿Una crisis autoinfligida?*

Prólogo

La Unión Europea y la Eurozona son dos éxitos indudables, una necesaria integración que están ayudando a que Europa sea más importante y más respetada en un mundo cada vez más interconectado, donde hay ocho países que son gigantescos en territorio, como, son, por este orden, Rusia, Canadá, China, Estados Unidos, Brasil, Australia, e India.

Pero también hay otros diez países, con una enorme población, como son los siguientes: China con 1.415 millones de habitantes, India con 1.394 millones de habitantes, Estados Unidos con 328 millones, Indonesia con 266 millones, Brasil con 211 millones, Pakistán con 201 millones, Nigeria con 196 millones, Bangladés con 167 millones, Rusia con 144 millones y México con 131 millones, que tienen también un peso enorme en el mundo.

Una Europa que no estuviese más unida, gracias a la Unión Europea de 28 miembros y a la Eurozona de 19 miembros, tendría ya muy poco que decir en el contexto mundial, frente a dichos países mencionados que son enormes, aunque, algunos de ellos, están muy poco poblados por kilómetro cuadrado, como son los casos de Rusia, Canadá y Australia.

La Eurozona ha dado un paso decisivo al tener una moneda común, el Euro, que ya es la segunda moneda más importante del mundo, tras el dólar, y que compite con el dólar de Estados Unidos, estando, muy por delante, del yen de Japón, la libra esterlina del Reino Unido y el franco suizo. El mayor problema que tiene la Eurozona es que, siendo una Unión Monetaria, desde 1998, pero no ha alcanzado, todavía, una Unión Fiscal, lo que reduce, de forma

muy notable, tanto su funcionamiento como su peso económico y político internacional.

El primer paso decisivo de la Eurozona sería poder alcanzar un Sistema Fiscal Común, además de tener una moneda común, como es el Euro.

Más adelante, el segundo paso sería, que la Eurozona y la Unión Europea terminasen por unirse como una Federación o Confederación de Estados Miembros, con lo que alcanzaría la tercera mayor población del mundo, con 508 millones, tras los gigantes de China e India que superan los 1.300 millones y muy por delante de Estados Unidos con 328 millones.

Este libro trata de los problemas que tiene la Eurozona por no conseguir, cuanto antes, una cierta Unión Fiscal, ya que se está jugando su futuro, porque, a medio plazo, no podrá existir una Unión Monetaria sin una Unión Fiscal.

La primera prueba fue la Gran Crisis de 2010-2013 que impactó con mucha mayor dureza a la Eurozona que a Estados Unidos, por no tener una política Fiscal Única.

Por esa razón, el Banco Central Europeo, presidido por Mario Draghi, ha tenido que comprar toda la deuda, en el exceso del 60% del PIB, de la mayoría de los Estados Miembros, para poder salvar la Eurozona de su colapso total, a través de sus Operaciones Monetarias Directas (OMT) de compra que han logrado que la Eurozona haya podido sobrevivir.

Es más, el presidente del Bundesbank elevó al Tribunal Constitucional Alemán dichas OMT que las consideró contrarias al derecho comunitario, sin embargo, el Tribunal de Justicia Europeo (ECJ) rechazó la decisión del Tribunal Alemán.

Además, recientemente, el abogado general del Tribunal de Justicia de la Unión Europea acaba de considerar que el programa de Expansión Cuantitativa del Banco Central Europeo del 4 de marzo de 2015 era conforme con el derecho de la Unión Europea.

Ahora bien, en algún momento ya próximo, el Banco Central Europeo tendrá que subir los tipos de interés de referencia del mercado y tendrá que intentar reducir el tamaño de dicha deuda en su balance, sacándola de nuevo al mercado, preferiblemente de forma coordinada.

A partir de ese momento aumentará la fragilidad de la Eurozona ya que los niveles de deuda son hoy muy superiores a los de la Gran Crisis de 2008-2013.

La Eurozona tiene una deuda promedio del 87% del PIB, siendo las más elevadas de sus 19 Estados Miembros, por este orden: Grecia: 180,4% del PIB, Italia: 133,4% del PIB, Portugal: 126,4% del PIB, España: 98,8% del PIB, Francia: 97,7% del PIB, Chipre: 94,7% del PIB, Austria: 77,2% del PIB, Eslovenia: 50,6% del PIB, Irlanda: 69,3% del PIB, Alemania: 62,5% del PIB, Finlandia: 59,8% del PIB, Holanda: 55,2% del PIB, Malta: 50,4% del PIB, Lituania: 36,3% del PIB, Letonia: 35,8% del PIB, Luxemburgo: 22,2% del PIB y Estonia 8,7% del PIB

Ya ha estado haciendo esta misma operación de subida de tipos de interés la Reserva Federal de Estados Unidos que además tiene también que ir aligerando el peso de la deuda comprada en su balance.

Los Estados Miembros que son los más reacios a conseguir una Unión Fiscal son los del Norte: Alemania, Holanda, Austria, Bélgica, Luxemburgo, que también son los más ricos y con menores niveles de deuda, seguidos de Finlandia, Eslovaquia y Eslovenia.

Francia mantiene una postura intermedia, mientras que los Estados Miembros del Sur: Italia, España, Grecia, Malta y Portugal, que son los que tienen un menor PIB por habitante de la Eurozona y un mayor nivel de deuda por habitante son, lógicamente, los más favorables.

En definitiva, parece ser muy difícil que dicha Unión Fiscal se consiga a medio plazo, lo que reduce notablemente la viabilidad futura de la Eurozona cuando tengamos la Próxima Gran Crisis, que está relativamente cercana, ya que,

como acaba de informar Christine Lagarde, directora gerente del Fondo Monetario Internacional, la deuda mundial acaba de alcanzar un máximo histórico de 182 billones (europeos) de dólares.

La Próxima Gran Crisis está ya al caer, en un par o tres de años, mientras que los Estados Miembros sólo piensan en si mismos y no en el incierto futuro de la Eurozona.

En definitiva, la Eurozona se está jugando su futuro por no dar pasos más importantes hacia un cierta Unión Fiscal lo que podría llegar suponer su ruptura.

Espero y deseo que no la haya.

Introducción

La crisis de la Eurozona. ¿Una crisis autoinfligida?

La creación de una Unión Monetaria y del Euro se diseñó para ser introducidos en tres fases. La primera fase fue el periodo en el que convergieron y se liberalizaron los movimientos de capital entre los miembros de la Unión Europea (EU). Esta fase comenzó en enero de 1990 y finalizó en noviembre de 1993, cuando entró en vigor el Tratado de la Unión Europea, conocido también como el Tratado de Maastricht.

La segunda fase, la de la Unión Económica y Monetaria Europea (EMU), comenzó en enero de 1994 y finalizó en diciembre de 1998. En este periodo, se aplicó toda la legislación secundaria de la Unión Económica y Monetaria (EMU) en los Estados Miembros que habían cumplido los requisitos de incorporación a la misma.

La tercera, fase de introducción del Euro, que comenzó en enero de 1999, supuso el inicio efectivo de la Unión Económica y Monetaria (EMU). En esta fase, la cesta de monedas conocida como la Unidad Monetaria Europea (ECU) fue sustituida por el Euro.

Ahora bien, mucho antes de que comenzaran estas tres fases de implantación de la Unión Monetaria Europea y, exactamente, desde mediados de los años 1980, un amplio conjunto de investigaciones académicas de análisis económico sobre Uniones Monetarias fueron llevadas a cabo por el Centre for Economic Policy Research (CEPR) de Londres, del que yo era presidente y ahora soy sólo presidente honorario. Primero, intentando demostrar cómo había que di-

señar una Unión Monetaria Europea. Segundo, cómo especificar las condiciones necesarias mínimas para que subsistiera y que fuera sostenible y próspera. Tercero, avisando sobre los peligros que supondría no poner en marcha una verdadera y completa Unión Monetaria, como las ya existentes y muy exitosas de Estados Unidos y de Canadá, para evitar un Unión sólo parcial, como fue, lamentablemente el caso al hacerse una Unión Monetaria, sin una cierta Unión Fiscal.

El primer libro de artículos sobre el Sistema Monetario Europeo tenía como título epónimo *The European Monetary System* (CEPR, 1988) y fue editado por Francesco Giavazzi, Stefano Micossi y Marcus Miller. A este le siguió *A European Central Bank* (CEPR, 1988), editado por Marcello de Cecco y Alberto Giovannini. Los informes anuales *Monitoring European Integration*, del Centre for Economic Policy Research, (CEPR), empezaron ya en 1990 y el de 1991 fue dedicado a la Unión Monetaria (MU). El primer desarrollo de un modelo económico de integración monetaria fue realizado por Paul de Grauwe, investigador económico del CEPR (Oxford University Press, 1992). Posteriormente, Daniel Gros y Niels Thygesen otros dos investigadores del CEPR, publicaron otro libro (Cambridge University Press, 1992) y asimismo Michele Fratiani y Jürgen von Hagen (Westview Press, 1992) escribieron sendos libros sobre los costes y las ventajas de la integración monetaria. Francisco Torres y Francesco Giavazzi (CEPR y Cambridge University Press, 1993) editaron un amplio libro sobre cómo se podría llevar a cabo una transición razonable para intentar llegar a conseguir una Unión Monetaria

Los efectos regionales y de aglomeración de una Unión Monetaria fueron expuestos por Guillermo de la Dehesa y Paul Krugman en el Group of Thirty (G30) (1992), y por Paul Krugman y Anthony Venables en la *American Economic Review* (1993).

Los problemas fiscales de una Unión Monetaria y la necesidad de lograr alcanzar un Federalismo Fiscal fueron elaborados por Barry Eichengreen y Jürgen von Hagen (CEPR, 1995). Por último, el libro *The Monetary Future of Europe*, editado por Guillermo de la Dehesa, Alberto Giovannini y Richard Portes (CEPR, 1993), exploró las consecuencias futuras de la Unión Monetaria y los serios problemas que podría originar si no era completa. Esta es solo una pequeña selección de la bibliografía experta que investigó y explicó cómo debería ser una Unión Monetaria en Europa y alertó de los peligros de una Unión Monetaria (MU) Europea parcial, que sólo fuera Unión Monetaria sin ningún tipo de Unión Fiscal (FU), como la que más tarde se decidió con las consecuencias y los problemas que hoy estamos sufriendo casi todos sus Estados Miembros. Existen otras muchas obras relevantes, posteriores al Tratado de Maastricht, que profundizaron en estos aspectos que iban a ser también decisivos.

Asimismo, antes de la Unión Monetaria Europea ya se había investigado mucho sobre las *Áreas Monetarias Óptimas* (OCA). Dichos estudios se inspiraban en el trabajo pionero del premio Nobel Robert A. Mundell, especialmente en su artículo pionero y muy célebre "The Theory of Optimum Currency Areas" (*American Economic Review*, 1961), basado en sus estudios sobre las experiencias de las Uniones Monetarias anteriores a la de Europa, que han sido la de Canadá y la de Estados Unidos. En dicho artículo, Robert Mundell demostraba que Europa no era un Área Monetaria Óptima (OCA) y advertía sobre los peligros de aplicar una política Monetaria Única a áreas que no cumplían los requisitos mínimos para ser una verdadera Área Monetaria Óptima

Tras el excelente trabajo inicial de Robert Mundell sobre las Áreas Monetarias Óptimas, llegaron los trabajos de Ronald McKinnon en *American Economic Review*, 1963) y el de Peter Kenen en Chicago University Press (1969) y, poste-

riormente, los del Nobel Paul Krugman (Cambridge University Press, 1993), Joerg Decressin y Antonio Fatas (European Economic Review, 1995), Ronald McKinnon (Economics of Transition, 2002) y finalmente, el artículo de Charles Wyplosz en *Economic Policy* (2006).

Los principales peligros de la puesta en marcha de una Unión Monetaria en Europa que se mencionaban en los artículos y libros de investigación económica fueron los siguientes:

En primer lugar, Europa no es un área Monetaria Óptima (OCA) porque el capital y la mano de obra no se mueven libremente entre sus Estados Miembros y, además, los precios y los salarios no son tan flexibles como lo son en Estados Unidos o en Canadá.

En segundo lugar, en un Área o Zona que no es Óptima, una Política Monetaria Única (SMP) podría ser simultáneamente: por un lado, demasiado laxa para aquellos Estados Miembros que están convergiendo, progresivamente, hacia la media de la Eurozona —es decir, creciendo con mayor rapidez que la media y con índices de inflación superiores— y, por otro, demasiado exigente para los Estados Miembros, más maduros y más avanzados, cuya demanda interna crecía más lentamente con índices de inflación más bajos.

En tercer lugar, algunos Estados Miembros podrían sufrir Choques Asimétricos (AS) que no afectarían a otros Estados Miembros debido a su acumulación de desajustes, primero internos y luego externos crecientes, o a sus crisis externas o exógenas derivadas de su especialización productiva dentro del Unión Monetaria.

En cuarto lugar, la combinación de una Moneda Única y un Mercado Interno Libre y Común podría contribuir a generar elevadas Economías de Escala (SE) y de Alcance (RE), tanto Internas como Externas y, por lo tanto, la mayor aglomeración de diferentes sectores productivos en ciertas ciudades, áreas o Estados de la Unión Monetaria. Pero también podrían generar Choques Asimétricos (AS), que po-