

Discurs d'Investidura
com a doctor *Honoris Causa*
per la Universitat de València

Paul de Grauwe

València, 30 de novembre 2012

2012

VNIVERSITAT
E VALÈNCIA

Índex

- 5 DISCURS D'INVESTIDURA COM A DOCTOR *HONORIS CAUSA PER LA UNIVERSITAT DE VALÈNCIA*
- 17 DISCURSO DE INVESTIDURA COMO DOCTOR *HONORIS CAUSA POR LA UNIVERSITAT DE VALÈNCIA*
- 29 SPEECH TO BE DELIVERED AT THE DOCTOR *HONORIS CAUSA CEREMONY, UNIVERSITY OF VALENCIA*

La zona euro com a obra teatral de moralitat

Senyor rector, col·legues, estudiants i amics.

PERMETIN-ME, EN PRIMER LLOC, EXPRESSAR ELS MEUS sentiments de gratitud i alegria per estar ací hui amb vostès rebent aquest gran honor que és el títol de Doctor *Honoris Causa* per la Universitat. El grau que m'atorguen no només és un gran honor, sinó que també ens indica a mi i a molts dels meus col·legues en aquesta i en altres universitats la importància que té la cerca de la veritat.

Així que, en cert sentit, el que celebrem hui és aquest constant esforç per trobar la veritat en el qual hem estat involucrats molts dels meus amics i col·legues i jo mateix.

Per a vostès no serà una sorpresa que vulga impartir una *lectio* sobre la crisi a la zona euro: una crisi que si no s'atura prompte posarà en perill l'estructura de la Unió Europea.

No és una exageració afirmar que hi ha una profunda bretxa entre el nord i el sud de la zona euro. Aquesta bretxa

no és solament econòmica: un nord relativament pròsper que fins ara no s'ha vist massa afectat per la crisi del deute sobirà i un sud (incloent-hi Irlanda) afligit per problemes i on la crisi del deute ha colpejat amb tota la força i ha portat als països cap a una situació d'instabilitat caracteritzada per altes xifres d'interès, austeritat pressupostària, índexs de desocupació cada vegada majors i recessió econòmica.

Paral·lelament a aquesta bretxa econòmica, hi ha una profunda divisió en la naturalesa de les anàlisis que proporcionen els economistes sobre les causes i les solucions a la crisi del deute sobirà. La visió sobre les causes i les solucions que predomina a Alemanya i els seus satèl·lits té dos ingredients principals. En primer lloc, en la part de diagnòstic, existeix la convicció en el nord d'Europa que la culpa de la crisi es troba en el balafament dels governs, que va portar a uns dèficits i deute excessius. En segon lloc, en el costat dels remeis, la visió del nord és que s'ha d'imposar als governs un càstig amb la finalitat d'assenyalar a aquells que no han d'intentar "tornar a pecar".

El "diagnòstic del nord" podria aplicar-se a Grècia, però no en el cas de la majoria dels altres països de la zona euro, i especialment Espanya. Abans de la crisi, el deute públic en relació amb el PIB estava disminuint en la majoria de països de la zona euro. Després de 2007, el deute públic pel que fa al PIB va començar a augmentar quan els governs es van veure obligats a salvar el sistema bancari i a mantenir

l'activitat econòmica (tot permetent que els estabilitzadors automàtics de pressupostos feren el seu treball). En lloc de culpar aquests governs, els “analistes del nord” haurien de felicitar-los per haver salvat el sistema bancari i gran part de l'economia privada. L'elevat dèficit pressupostari i els deutes heretats d'aquell episodi són testimoniatges del servei públic que han proporcionat els governs.

Quasi amb tota seguretat, un diagnòstic que culpe de la crisi els governs no pot aportar-hi les solucions adequades. La insistència en el fet que els governs haurien de ser castigats pel seu mal comportament mitjançant durs programes d'austeritat, ha tingut com a conseqüència que la zona euro es trobe a punt d'una nova recessió. Això no ajudarà a reduir el dèficit pressupostari ni el deute. Les recessions, invariablement, incrementen el dèficit de l'estat i el deute, i contraresten en gran mesura els efectes de l'austeritat pressupostària.

Dit això, els nivells de deute públic i de dèficit són massa alts i haurien de disminuir amb el temps. El fet és que l'anàlisi del nord té com a efecte imposar la dura austeritat massa ràpid i a massa països al mateix temps. Això condueix a una espiral de deflació que està empenyent la zona euro cap a una recaiguda en la crisi. En molt poques ocasions una anàlisi ha sigut, al mateix temps, tan influent i tan poc útil a l'hora de resoldre una crisi. Per què ha d'aferrar-se el nord d'Europa a un diagnòstic de la crisi de tan poca utilitat?

Una raó és que un nombre massa gran d'analistes al nord d'Europa veuen la crisi com un problema de perill o risc moral. Molts economistes de reconegut prestigi d'aquests països han destacat el comportament irresponsable dels governs de països perifèrics com la causa principal de la crisi i han advertit que si se'ls concedeix l'assistència econòmica, s'incitarà aquests governs a continuar sent irresponsables. Aquesta ha sigut l'opinió dominant en la premsa de països com Alemanya, Finlàndia i els Països Baixos. Com a resultat, el sentiment popular en aquests països s'ha tornat en contra de l'assistència econòmica als "governos irresponsables". Aquest sentir públic ha tingut molta influència a l'hora de donar forma a les polítiques oficials alemanyes, finlandeses i holandeses. Però, és la crisi el resultat d'un risc moral?

Prenem els casos d'Irlanda i Espanya. Els índexs de deute públic en aquests dos països van disminuir dràsticament abans de 2007. Molt més que en altres països, els governs d'Irlanda i Espanya van ser forçats a rescatar els bancs i a mantenir l'activitat econòmica. L'efecte va ser l'explosió del seu deute públic. De cap manera un pot interpretar que aquests fets són el resultat d'un risc moral. La raó per la qual els governs espanyol i irlandès augmentaren el seu deute des de 2007 no va ser perquè esperaven ser rescatats per Alemanya o qualsevol altre país. Ho van fer perquè qualsevol govern responsable del benestar dels seus ciutadans hauria fet el mateix. No hi havia cap altra opció vàlida, excepte la de

deixar que l'economia i el sistema de mercat d'aquests països esclatara.

Els defensors del diagnòstic del risc moral hi podrien objectar, arribats a aquest punt, que fins i tot si les accions dels governs no estigueren conduïdes pel risc moral, aquest risc estaria en el nucli de la crisi de la banca que va obligar a intervenir els governs. Per tant, bàsicament, la causa de la crisi és el risc moral: els bancs van córrer massa riscos perquè esperaven ser rescatats pels governs respectius. Aquesta interpretació tampoc no té sentit. És cert que els banquers van córrer riscos desmesurats. Però no perquè en el fons tenien la idea que els governs els rescatarien. L'alta gerència dels bancs no podia, de cap manera, esperar que els governs els rescataren, ja que aquesta operació de rescat els hauria costat el seu lloc de treball.

Van córrer riscos excessius perquè l'eufòria durant els anys de la bombolla econòmica els va impedir veure aquests riscos. L'eufòria, al seu torn, va ser generada pels mercats financers que mancaven d'un mecanisme disciplinari, i per l'absència de supervisió, ja que els supervisors eren presa de la mateixa eufòria. El risc moral no va tenir quasi res a veure amb això.

Ara la idea de risc moral al nord d'Europa ha degenerat en una obra teatral de moralitat en la qual hi ha països bons i dolents. Els països bons no haurien d'ajudar els dolents. Si ho feren, estarien premiant el seu mal comportament. El càstig és necessari. El fet és que si bé és cert que els agents privats

del sud van assumir massa riscos elevats abans de la crisi, també ho és que els creditors del nord van ser igualment imprudents en donar tant crèdit als prestataris, per la qual cosa haurien d'haver esperat que aquests tinguessin dificultats de pagament. Es necessiten dos per ballar un tango. Per cada deutor irresponsable hi ha un creditor imprudent. Així que hem de deixar de jugar un joc de moralitat a la zona euro. Les responsabilitats del desastre són compartides pel nord i el sud.

L'actitud moralista és l'obstacle més important per resoldre la crisi. Aquest pensament moral té també l'efecte de la introducció de la desconfiança i l'hostilitat entre els països membres. Mentre aquesta desconfiança existisca, cap solució a la crisi de l'eurozona és possible.

Així doncs, deixem de banda aquesta actitud moralista i pensem, des d'un punt de vista pràctic, les maneres en què es pot resoldre la crisi. Veig tres àrees principals en les quals l'acció es fa necessària.

La primera té a veure amb el paper del BCE (Banc Central Europeu). D'entrada, el BCE hauria d'intervenir per a evitar que el pànic i la por minen l'estabilitat de l'eurozona. El BCE és l'única institució que pot evitar que els sentiments de por i pànic del mercat cap als bons de l'Estat empente els països a la insolvència. Com a institució creadora de diners, té una capacitat infinita de comprar bons de l'Estat.

El 6 de setembre de 2012, el BCE va reconèixer finalment aquest punt i va anunciar el seu programa de “Transaccions Monetàries Directes” (OMT), que promet la compra de quantitats il·limitades de bons de l'Estat durant les situacions de crisi. Això suposa un gran avanç i ha tingut com a efecte la reducció de les pors existencials que hi havia a la zona euro.

Així doncs, el BCE ha pres la decisió correcta. No obstant això, la credibilitat del programa es veu afectada per les intenses crítiques, especialment a Alemanya. Continua l'expressió d'arguments en contra de l'opinió que el BCE hauria d'actuar com a entitat prestadora d'última instància en els mercats de bons de l'Estat. Alguns d'aquests són falsos, particularment l'argument sobre el risc d'inflació. Uns altres han de prendre's més de debò. Existeix el risc moral. Jo vaig argumentar que aquest risc moral s'ha exagerat. No obstant això, en aquest cas cal prendre-ho de debò. Quan el BCE ofereix suport il·limitat als mercats de deute públic pot crear incentius perquè els governs minven els seus esforços en la reducció del deute i el dèficit. Aquest risc, no obstant això, ha de ser vigilat per institucions independents, en particular la Comissió Europea, l'objectiu de la qual és controlar el deute i el dèficit públic excessius. Aquestes institucions estan en procés de ser establertes (Semestre Europeu, Pacte Fiscal, sancions automàtiques, etc.). Aquest mecanisme de disciplina i sancions hauria d'alliberar el BCE de la seua por al risc moral (una por que no va tenir quan va dotar els bancs

de 1.000 bilions amb una baixa taxa d'interès en el context del programa LTRO a la fi de 2011 i principi de 2012).

Les contínues i ferotges crítiques contra la idea que el BCE hauria de ser l'entitat prestadora en darrer terme en els mercats de bons de l'Estat explica la raó per la qual el BCE va adjuntar un gran nombre de condicions al seu programa OMT. És probable que aquestes condicions reduïsquen l'efectivitat del programa. En primer lloc, el BCE limitarà la compra a bons d'una maduresa de tres anys o menys. No hi ha un argument econòmic vàlid per a imposar aquesta limitació. De fet, podria fins i tot augmentar la fragilitat dels sobirans, que disposarien llavors d'un incentiu per a emetre bons de menys maduresa del que haurien fet en un altre cas, i això els fa més vulnerables a les crisis de liquiditat.

En segon lloc, el BCE ha posat com a condició a l'ús del programa OMT que els països involucrats recórreguen al MES (Mecanisme Europeu d'Estabilitat), que podria, al seu torn, sotmetre aquests països a programes d'austeritat addicionals. Això fa que els països siguin empesos a una recessió com a condició per a obtenir una ajuda del BCE. És complicat comprendre la lògica econòmica d'una teoria com aquesta. Al meu entendre, és el resultat de l'enfocament moralista del problema, tan popular al nord d'Europa i que desitja que els països que demanen suport siguin castigats en primer lloc pels seus pecats.

La segona àrea d'acció té a veure amb polítiques de macroeconomia. La Comissió Europea hauria de prendre les regnes per a canviar la naturalesa de les polítiques macroeconòmiques de la zona euro. Els països que tinguen dèficit en els comptes corrents de la seua balança de pagaments no tenen un altre remei que continuar amb l'austeritat, encara que la Comissió Europea hauria de permetre que aquests programes d'austeritat s'estengueren durant un període més llarg de temps. A més de viatjar als països amb dèficit i predicar amb l'austeritat, la Comissió Europea també hauria d'anar als països amb superàvit en els seus comptes i instar-los a deixar d'intentar equilibrar els seus pressupostos públics mentre que la zona euro córrega el risc d'entrar en recessió. El missatge de la Comissió Europea hauria de deixar clar que el dèficit de pressupost en aquests països és bo tant per a ells com per al sistema.

Segons el meu punt de vista, la causa de la recaiguda en la recessió a la qual s'està empenyent la zona euro rau en l'asimetria entre les polítiques macroeconòmiques de la zona euro per mitjà de les quals els països del sud d'Europa són forçats a seguir violents programes d'austeritat, mentre que el nord d'Europa es nega a compensar això amb polítiques macroeconòmiques d'expansió. Aquesta recessió constitueix el principal risc de ruptura de la zona euro. En la mesura en què els països siguen empesos cap a una recessió, la desesperació

s'intensificarà, conduint a incontrolables reaccions socials i polítiques.

Finalment, per aconseguir una unió monetària sostenible, els ingredients clau són la unió pressupostària i bancària. No obstant això, la unió pressupostària és una perspectiva a llarg termini. Hi ha poques possibilitats d'aconseguir-ho en poc temps, perquè comporta un traspàs fonamental de sobirania dels estat-nació a les institucions europees. El que sí que es pot dur a terme de manera relativament ràpida és el tema dels eurobons comuns. Aquest enfocament té l'avantatge de fer saber al mercat que s'estan fent passos irreversibles cap a la unió pressupostària i s'estan reduint així els temors existencials que desestabilitzen la zona euro. És clar que s'hauran de superar molts problemes per a poder emetre eurobons, però aquesta teoria té la qualitat de posar en marxa un procés que és inevitable si el que es vol és mantenir l'euro.

El mateix es pot dir sobre la unió bancària. Aquesta unió és important per tal que la unió monetària pugui ser sostenible. Possibilita el fet d'acabar amb "la relació mortal" entre els bancs i la sobirania. Quan els bancs tenen problemes, la sobirania també s'enfronta a dificultats. En canvi, quan la sobirania no pot fer-hi front, els bancs també són portats a la insolvència. Aquest és un dels problemes als quals s'enfronta Espanya actualment. La unió entre els bancs ajudarà a trencar els lligams entre el govern nacional i el sistema bancari.

Tanmateix, una unió bancària, així com una unió pressupostària, requereix un gran traspàs de sobirania a les institucions europees. Aquestes hauran de rebre el poder de supervisar els bancs i els recursos per a intervenir-hi en temps de crisis.

Aquests són els tres components de qualsevol programa adreçat a salvar l'euro. Els detalls del programa poden canviar, però les línies generals no poden variar tant. El que caldrà veure és si un programa com aquest podrà o no trobar el consens necessari entre els líders polítics europeus.

Un programa així només podrà funcionar si hi ha confiança entre els països membres de la zona euro. Els països del nord d'Europa han de tenir fe en el fet que els països del sud seran seriosos a l'hora de reduir-ne el deute i els índexs de dèficit. Els països del sud d'Europa, al seu torn, han de tenir fe en el fet que els països del nord no intentaran dominar-los. Si no hi ha confiança mútua, no es podrà avançar en el traspàs de sobirania. I la confiança només tindrà lloc si un està disposat a deixar de banda l'anàlisi moralista que ha prevalgut durant els últims anys, i de la qual es desprèn la idea que alguns països han sigut castos mentre uns altres han sigut pecadors. La zona euro no és una obra teatral de moralitat.

Paul de Grauwe
London School of Economics

La zona euro como obra teatral de moralidad

Señor rector, colegas, estudiantes y amigos.

PERMÍTANME EN PRIMER LUGAR EXPRESAR MIS sentimientos de gratitud y alegría por estar aquí hoy con ustedes recibiendo este gran honor que es el título de Doctor *Honoris Causa* por la Universidad. El grado que me otorgan no sólo es un gran honor, sino que también nos indica a mí y a muchos de mis colegas en esta y en otras universidades la importancia que tiene la búsqueda de la verdad.

Así que, en cierto modo, lo que celebramos hoy es este constante esfuerzo por encontrar la verdad en el que hemos estado involucrados muchos de mis amigos y colegas y yo mismo.

Para ustedes no será una sorpresa que quiera impartir una *lectio* sobre la crisis en la zona euro: una crisis que si no se detiene pronto pondrá en peligro la estructura de la Unión Europea.

No es una exageración afirmar que existe una profunda brecha entre el norte y el sur de la zona euro. Esta brecha no solo es económica: Un norte relativamente próspero que hasta ahora no se ha visto muy afectado por la crisis de la deuda soberana y un sur (incluyendo aquí Irlanda) aquejado de problemas y donde la crisis de la deuda ha golpeado con toda su fuerza, llevando a los países hacia una situación de inestabilidad caracterizada por altas cifras de interés, austeridad presupuestaria, índices de desempleo cada vez mayores y recesión económica.

Paralelamente a esta brecha económica, existe una profunda división en la naturaleza de los análisis proporcionados por los economistas sobre las causas y las soluciones a la crisis de la deuda soberana. La visión acerca de las causas y las soluciones que predomina en Alemania y sus satélites, tiene dos ingredientes principales. En primer lugar, en la parte de diagnóstico, existe la convicción en el norte de Europa de que la culpa de la crisis se encuentra en el despilfarro de los gobiernos, que llevó a unos déficits y deuda excesivos. En segundo lugar, en el lado de los remedios, la visión del norte es que se debe imponer a los gobiernos un castigo con el fin de señalar a aquellos que no deben intentar “volver a pecar”.

El “diagnóstico del norte” podría aplicarse a Grecia, pero no en el caso de la mayoría de los otros países de la zona euro, y especialmente España. Antes de la crisis, la deuda pública

en relación con el PIB estaba disminuyendo en la mayoría de países de la zona euro. Después de 2007, la deuda pública con respecto al PIB empezó a aumentar cuando los gobiernos se vieron obligados a salvar el sistema bancario y a mantener la actividad económica (permitiendo que los estabilizadores automáticos de presupuestos hicieran su trabajo). En lugar de culpar a estos gobiernos, los “analistas del norte” deberían felicitarlos por haber salvado el sistema bancario y gran parte de la economía privada. El elevado déficit presupuestario y las deudas heredadas de ese episodio son testimonios del servicio público proporcionado por los gobiernos.

Casi con toda seguridad, un diagnóstico que culpe de la crisis a los gobiernos no puede aportar las soluciones adecuadas. La insistencia de que los gobiernos deberían ser castigados por su mal comportamiento mediante duros programas de austeridad, ha tenido como consecuencia que la zona euro se encuentre al borde de una nueva recesión. Esto no ayudará a reducir el déficit presupuestario ni la deuda. Las recesiones, invariablemente, incrementan el déficit del estado y la deuda, contrarrestando en gran medida los efectos de la austeridad presupuestaria.

Dicho esto, los niveles de deuda pública y de déficit son demasiado altos y deberían disminuir con el tiempo. El hecho es que el análisis del norte tiene como efecto imponer la dura austeridad demasiado rápido y a demasiados países al

mismo tiempo. Esto conduce a una espiral deflacionaria que está empujando a la zona euro hacia una recaída en la crisis.

En muy pocas ocasiones un análisis ha sido a la vez tan influyente y tan poco útil a la hora de resolver una crisis. ¿Por qué tiene que aferrarse el norte de Europa a un diagnóstico de la crisis de tan poca utilidad?

Una razón es que un número demasiado grande de analistas en el norte de Europa ven la crisis como un problema de peligro o riesgo moral. Muchos economistas de reconocido prestigio de estos países han destacado el comportamiento irresponsable de los gobiernos de países periféricos como la causa principal de la crisis y han advertido que si se concede la asistencia económica se incitará a estos gobiernos a continuar siendo irresponsables. Esta ha sido la opinión dominante en la prensa de países como Alemania, Finlandia y los Países Bajos. Como resultado, el sentimiento popular en estos países se ha vuelto en contra de la asistencia económica a los “gobiernos irresponsables”. Este sentir público ha tenido mucha influencia a la hora de dar forma a las políticas oficiales alemanas, finlandesas y holandesas. Pero, ¿es la crisis el resultado de un riesgo moral?

Tomemos los casos de Irlanda y España. Los índices de deuda pública en estos dos países disminuyeron drásticamente antes de 2007. Mucho más que en otros países, los gobiernos de Irlanda y España fueron forzados a rescatar a los bancos y a mantener la actividad económica. El efecto fue la explosión

de su deuda pública. De ningún modo puede uno interpretar que estos hechos son el resultado de un riesgo moral. La razón de que los gobiernos español e irlandés aumentaran su deuda desde 2007 no fue porque esperasen ser rescatados por Alemania o cualquier otro país. Lo hicieron porque cualquier gobierno responsable del bienestar de sus ciudadanos habría hecho lo mismo. No existía ninguna otra opción válida excepto la de dejar que la economía y el sistema de mercado de estos países implosionara.

Los defensores del diagnóstico del riesgo moral podrían objetar llegados a este punto, apuntando que incluso si las acciones de los gobiernos no estuvieran conducidas por el riesgo moral, éste estaría en el núcleo de la crisis de la banca que obligó a intervenir a los gobiernos. Por lo tanto, básicamente la causa de la crisis es el riesgo moral: los bancos corrieron demasiados riesgos porque esperaban ser rescatados por sus respectivos gobiernos. Esta interpretación tampoco tiene sentido. Es cierto que los banqueros corrieron riesgos desmesurados. Pero no porque en el fondo tuvieran la idea de que los gobiernos los rescatarían. La alta gerencia de los bancos no podía de ninguna manera esperar que los gobiernos los rescataran, puesto que tal operación de rescate les habría costado su puesto.

Corrieron riesgos excesivos porque la euforia durante los años de burbuja económica les impidió ver esos riesgos. La euforia a su vez fue generada por aquellos mercados

financieros que carecían de un mecanismo disciplinario, y por la ausencia de supervisión, ya que los supervisores eran presa de la misma euforia. El riesgo moral no tuvo casi nada que ver con esto.

Ahora la idea de riesgo moral en el norte de Europa ha degenerado en una obra teatral de moralidad en la que hay países buenos y malos. Los países buenos no deberían ayudar a los malos. Al hacerlo estarían premiando su mal comportamiento. El castigo es necesario. El hecho es que si bien es cierto que los agentes privados del sur asumieron demasiados riesgos elevados antes de la crisis, también lo es que los acreedores del norte fueron igualmente imprudentes al dar tanto crédito a los prestatarios, por lo que deberían haber esperado que éstos tuviesen dificultades de pago. Se necesitan dos para bailar un tango. Por cada deudor irresponsable hay un acreedor imprudente. Así que tenemos que dejar de jugar un juego de moralidad en la zona euro. Las responsabilidades del desastre son compartidas por el norte y el sur.

La actitud moralista es el obstáculo más importante para resolver la crisis. Este pensamiento moral tiene también el efecto de la introducción de la desconfianza y la hostilidad entre los países miembros. Mientras esta desconfianza exista ninguna solución a la crisis de la eurozona es posible.

Así pues, vamos a dejar a un lado esta actitud moralista y a pensar prácticamente en las maneras en las que se puede

resolver la crisis. Veo tres áreas principales en las que la acción se hace necesaria.

La primera tiene que ver con el papel del BCE (Banco Central Europeo). En primer lugar, el BCE debería intervenir para evitar que el pánico y el miedo minen la estabilidad de la Eurozona. El BCE es la única institución que puede evitar que los sentimientos de miedo y pánico del mercado hacia los bonos del estado empuje a los países a la insolvencia. Como institución creadora de dinero, tiene una capacidad infinita de comprar bonos del estado.

El 6 de septiembre de 2012 el BCE reconoció finalmente este punto y anunció su programa de “Transacciones Monetarias Directas” (OMT), que promete la compra de cantidades ilimitadas de bonos del estado durante situaciones de crisis. Esto supone un gran avance y ha tenido como efecto la reducción de los miedos existenciales que había en la zona euro.

Así pues, el BCE ha tomado la decisión correcta. No obstante, la credibilidad del programa se ve afectada por a las intensas críticas, especialmente en Alemania. Continúa la expresión de argumentos en contra de la opinión de que el BCE debería actuar como entidad prestamista de última instancia en los mercados de bonos del estado. Algunos de ellos son falsos, particularmente el argumento acerca del riesgo de inflación. Otros deben tomarse más en serio. Existe el riesgo moral. Yo argumenté que ese riesgo moral

se ha exagerado. Sin embargo, en este caso hay que tomarlo en serio. Cuando el BCE ofrece apoyo ilimitado a los mercados de deuda pública puede crear incentivos para que los gobiernos ralenticen sus esfuerzos en la reducción de la deuda y el déficit. Este riesgo, sin embargo, debe ser vigilado por instituciones independientes, en particular la Comisión Europea, cuyo objetivo es controlar la deuda y el déficit público excesivos. Estas instituciones están en proceso de ser establecidas (Semestre Europeo, Pacto Fiscal, sanciones automáticas, etc.). Este mecanismo de disciplina y sanciones debería liberar al BCE de su miedo al riesgo moral (un miedo que no tuvo cuando dotó a los bancos de 1000 billones con una baja tasa de interés en el contexto del programa LTRO a finales de 2011 y principios de 2012).

Las continuas y feroces críticas contra la idea de que el BCE debería ser la entidad prestamista de última instancia en los mercados de bonos del estado explica por qué el BCE adjuntó un gran número de condiciones a su programa OMT. Es probable que estas condiciones reduzcan la efectividad del programa. En primer lugar, el BCE limitará su compra a bonos de una madurez de tres años o menos. No hay un argumento económico válido para imponer tal limitación. De hecho, podría incluso aumentar la fragilidad de los soberanos, que dispondría entonces de un incentivo para emitir bonos de menor madurez de lo que habrían

hecho en otro caso, haciéndolos más vulnerables a las crisis de liquidez.

En segundo lugar, el BCE ha puesto como condición al uso del Programa OMT que los países involucrados apelen al MES (Mecanismo Europeo de Estabilidad) que podría a su vez someter a estos países a programas de austeridad adicionales. Esto hace que los países sean empujados a una recesión como condición para obtener ayuda del BCE. Es complicado comprender la lógica económica de una teoría como ésta. En mi opinión, es resultado del enfoque moralista del problema, tan popular en el norte de Europa y que desea que los países que piden apoyo sean en primera instancia castigados por sus pecados.

La segunda área de acción tiene que ver con políticas de macroeconomía. La Comisión Europea debería tomar las riendas para cambiar la naturaleza de las políticas macroeconómicas de la zona euro. Aquellos países que experimentan déficit en las cuentas corrientes de su balanza de pagos no tienen otro remedio que continuar con la austeridad, aunque la Comisión Europea debería permitir que estos programas de austeridad se extendieran durante un periodo más largo de tiempo. Además de viajar a los países con déficit y predicar con la austeridad, la Comisión Europea también debería ir a los países con superávit en sus cuentas e instarlos a dejar de intentar equilibrar sus presupuestos públicos mientras la zona euro corre el riesgo de entrar en

recesión. El mensaje de la Comisión Europea debería dejar claro que los déficits de presupuesto en estos países son buenos tanto para ellos como para el sistema.

Desde mi punto de vista, la causa de la recaída en la recesión a la que se está empujando a la zona euro radica en la asimetría entre las políticas macroeconómicas de la zona euro por medio de las cuales los países del sur de Europa son forzados a seguir violentos programas de austeridad mientras que el norte de Europa se niega a compensar esto con políticas macroeconómicas de expansión. Esta recesión constituye el principal riesgo de ruptura de la zona euro. En la medida en que los países sean empujados hacia una recesión, la desesperación se intensificará, llevando a incontrollables reacciones sociales y políticas.

Finalmente, para conseguir una unión monetaria sostenible los ingredientes clave son la unión presupuestaria y bancaria.

No obstante, la unión presupuestaria es una perspectiva a largo plazo. Hay pocas posibilidades de lograrlo en poco tiempo, porque conlleva un traspaso fundamental de soberanía de los estado- nación a las instituciones europeas. Lo que sí se puede llevar a cabo de forma relativamente rápida es el tema de los eurobonos comunes. Este enfoque tiene la ventaja de hacer saber al mercado que se están dando pasos irreversibles hacia la unión presupuestaria, reduciendo así los temores existenciales que desestabilizan a la zona euro.

Claro que se tendrán que superar muchos problemas para poder emitir eurobonos, pero esta teoría tiene la cualidad de poner en marcha un proceso que es inevitable si lo que se quiere es mantener el euro.

Lo mismo puede decirse sobre la unión bancaria. Esta unión es importante para que la unión monetaria pueda ser sostenible. Posibilita el hecho de acabar con “la relación mortal” entre los bancos y la soberanía. Cuando los bancos tienen problemas la soberanía también se enfrenta a dificultades. En cambio, cuando la soberanía no puede hacer frente, los bancos también son llevados a la insolvencia. Este es uno de los problemas a los que se enfrenta España actualmente. La unión entre los bancos ayudará a romper los lazos entre el gobierno nacional y el sistema bancario.

No obstante, una unión bancaria, igual que una unión presupuestaria, requiere un gran traspaso de soberanía a las instituciones europeas. Estas deberán recibir el poder de supervisar a los bancos y los recursos para intervenir en tiempos de crisis.

Estos son los tres componentes de cualquier programa dirigido a salvar el euro. Los detalles del programa pueden cambiar, pero las líneas generales no pueden variar tanto. Lo que está por ver es si un programa como éste puede o no encontrar el consenso necesario entre los líderes políticos europeos.

Un programa así sólo podrá funcionar si hay confianza entre los países miembro de la zona euro. Los países del norte de Europa deben tener fe en que los países del sur serán serios a la hora de reducir su deuda y sus índices de déficit. Los países del sur de Europa, a su vez, deben tener fe en que los países del norte no intentarán dominarles. Si no existe la confianza mutua no se podrá avanzar en el traspaso de soberanía. Y la confianza sólo tendrá lugar si uno está dispuesto a dejar de lado el análisis moralista que ha prevalecido durante los últimos años, y del que se desprende la idea de que algunos países han sido castos mientras otros han sido pecadores. La zona euro no es una obra teatral de moralidad.

Paul de Grauwe

London School of Economics

The eurozone as a morality play

Mr. rector, colleagues, students and friends.

LET ME FIRST EXPRESS MY FEELINGS OF GRATITUDE and joy for being here with you today receiving such a great honor of Doctor *Honoris Causa* from your University. The degree you bestow on me is not only a great honor, it also signals to me and to many of my colleagues in this and in other universities how important the search for truth is.

So in a certain sense what we celebrate here today is this constant effort to find the truth that I and many of my friends and colleagues have been engaged in.

It will be no surprise to you that I want to lecture on the crisis in the Eurozone; a crisis that if not contained soon will endanger the fabric of the European Union.

It is no exaggeration to state that there is a deep cleavage between the North and the South of the Eurozone. The cleavage is not only economic: a relatively prosperous North

that up to now has not been affected much by the sovereign debt crisis; and a troubled South (including Ireland) where the debt crisis has hit with full force, pushing countries into a bad equilibrium that is characterized by high interest rates, budgetary austerity, increasing unemployment and economic recession.

Parallel to this economic cleavage, there is a deep divide in the nature of the analysis provided by economists of the causes and the remedies of the sovereign debt crisis. The view of the causes and the remedies of the crisis that prevails in Germany and its satellites, has two ingredients. First, on the diagnostic side there is the conviction in the North of Europe that governments' profligacy that led to excessive deficits and debts is to be blamed for the crisis. Second, on the remedies side the Northern view is that punishment should be meted out to these governments so as to signal to them that they should not try "to sin again".

The "Northern diagnosis" of the crisis may apply to Greece, it does not do so for most other Eurozone countries, in particular not to Spain. Prior to the crisis, the government debt to GDP ratio was declining in most Eurozone countries. Debt to GDP ratios started to increase after 2007 when governments were forced to save the banking system and to sustain economic activity (by allowing automatic budget stabilizers to do their work). Instead of blaming these governments, "Northern analysts" should congratulate them

for having saved the banking system and much of the private economy. The high budget deficits and debts inherited from that episode are testimonies of the public service provided by governments.

A diagnosis that blames governments for the crisis is almost surely not the one that provides the correct remedies. The insistence that governments should be punished for their bad behavior by tough austerity programs has had the effect of bringing the Eurozone to the brink of a new recession. This will not help to reduce budget deficits and debts. Invariably, recessions increase government deficits and debts, thereby offsetting a large part of the effects of budgetary austerity.

This being said, the levels of government debts and deficits are too high and should decline over time. The point is that the Northern analysis has the effect of imposing tough austerity too quickly and on too many countries at the same time. This leads to a deflationary spiral that is pushing the Eurozone into a double-dip recession. Rarely has an analysis been so influential and unhelpful in solving a crisis. Why has Northern Europe be gripped by such an unhelpful diagnosis of the crisis?

One reason is that too many analysts in Northern Europe see the crisis as a problem of moral hazard. Many well-known economists in these countries have stressed the irresponsible behavior of governments of peripheral countries as the

root cause of the crisis and have warned that providing financial assistance will induce these governments to remain irresponsible. This view has dominated the popular press in countries like Germany, Finland and the Netherlands. As a result, the popular sentiment in these countries has very much turned against financial assistance for “irresponsible governments”. This popular sentiment has been very influential in shaping the official German, Finnish and Dutch policies. But is the crisis the result of moral hazard?

Take the cases of Ireland and Spain. The government debt ratios in these two countries declined dramatically prior to 2007. More than in other countries the governments of these countries were forced to rescue the banks and to sustain economic activity. The effect was that the government debt exploded in these countries. With no stretch of the imagination can one interpret these events as being the result of moral hazard. The Spanish and Irish governments did not increase their debt since 2007 because they expected to be bailed out by Germany or any other country. They did this because any government responsible for the welfare of its people would have done the same thing. There was no other valuable option except letting the economy and the market system in these countries implode.

Proponents of the moral hazard diagnosis may object here, by noting that even if the governments’ actions were not driven by moral hazard, the latter was at the core of the

banking crisis that forced the governments to intervene. Thus, ultimately the cause of the crisis is moral hazard: banks took excessive risks because they expected to be bailed out by their respective governments. This interpretation does not make sense either. It is true that bankers took excessive risks. But not because in the back of their mind they had this idea that governments would rescue them. Top management of the banks could not possibly have hoped that governments would bail them out, as such a bailout operation could have cost them their heads. They took excessive risks because the euphoria during bubble years prevented them from seeing risks. The euphoria in turn was generated by financial markets that lacked any disciplinary mechanism, and by an absence of supervision as the supervisors were gripped by the same euphoria. Moral hazard had almost nothing to do with this.

Moral hazard thinking in Northern Europe has now degenerated into a morality play in which there are good and bad countries. The good countries should not assist the bad ones. Doing so would reward bad behavior. Punishment is necessary. The facts are that if in the South private agents took too much risk prior to the crisis, it must also be true that the creditors from the North were equally reckless in giving so much credit to borrowers they should have expected would have payment difficulties. It takes two to tango. For every reckless debtor there is a reckless creditor.

So we must stop playing a morality game in the Eurozone. Responsibilities of the disaster are shared by the North and the South.

The moralistic attitude is the single most important obstacle to resolving the crisis. This moralistic thinking also has the effect of introducing distrust and hostility between member countries. As long as this distrust exists no solution of the Eurozone crisis is possible.

So, let's set aside this moralistic attitude and think practically of the ways the crisis can be solved. I see three major areas in which action is necessary.

The first area has to do with the role of the ECB. First, the ECB should step in to stop panic and fear from undermining the stability of the Eurozone. The ECB is the only institution that can prevent market sentiments of fear and panic in the sovereign bond markets from pushing countries into insolvency. As a money creating institution it has an infinite capacity to buy government bonds.

On September 6, 2012 the ECB finally recognized this point and announced its "Outright Monetary Transactions" (OMT) program, which promises to buy unlimited amounts of sovereign bonds during crises. This was a great step forwards and has had the effect of reducing the existential fears that existed in the Eurozone.

Thus, the ECB has made the right decision. However, the credibility of the program suffers because of continuing

vehement criticism especially in Germany. Many arguments continue to be voiced against the view that the ECB should be a lender of last resort in the government bond markets. Some of them are phony, in particular the inflation risk argument. Others should be taken more seriously. There is the moral hazard risk. I argued that moral hazard risk has been exaggerated. However, in this case we should take it seriously. When the ECB provides unlimited support in the government bond markets it may create incentives for governments to reduce their efforts at reducing debts and deficits. This risk, however, should be taken care of by separate institutions, in particular the European Commission, aimed at controlling excessive government debts and deficits. These are in the process of being set up (European Semester, Fiscal Pact, automatic sanctions, etc.). This disciplining and sanctioning mechanism then should relieve the ECB from its fears for moral hazard (a fear it did not have when it provided 1,000 billion to banks at a low interest rate in the context of the LTRO program at the end of 2011 and early 2012).

The continuing fierce criticism against the notion that the ECB should be a lender of last resort in the government bond markets explains why the ECB attached a number of conditions to its OMT-program. These conditions are likely to reduce the effectiveness of that program. First, the ECB will restrict its bond purchases to bonds with a maturity of 3

years or less. There is no good economic argument to impose such a restriction. In fact, it may even increase the fragility of the sovereigns. These will now have an incentive to issue bonds with shorter maturities than they would have done otherwise, making them more vulnerable to liquidity crises.

Second, the ECB has attached as a condition to the use of the OMT-program that the countries concerned apply to the ESM which may then subject these countries to additional austerity programs. This creates the problem that countries are pushed further into a recession as a condition to obtain relief from the ECB. It is difficult to understand the economic logic of such an approach. It is in my view the result of the moralistic approach to the problem that is very popular in the North of Europe and that wishes countries applying for support to be punished first for their sins.

The second area of action has to do with macroeconomic policies. The European Commission should take the lead in changing the nature of macroeconomic policies in the Eurozone. Countries experiencing deficits in the current accounts of their balance of payments have no other possibility than to continue austerity, however, the European Commission should allow these austerity programs to be spread over a longer period. While the European Commission travels to the deficit countries and preaches austerity, it should also go to the countries with a surplus on their current accounts and urge them to stop trying to

balance their government budgets when the Eurozone risks moving into a recession. The European Commission's message should be that budget deficits in these countries are good for them and for the system.

It is my contention that the asymmetry in the macroeconomic policies in the Eurozone whereby the Southern European countries are forced into violent austerity programs while the North of Europe refuses to offset this by expansionary macroeconomic policies is the cause of the double dip recession in which the Eurozone is now pushed into. This recession now constitute the single largest risk for a breakup of the Eurozone. As countries will be pushed further into a recession, despair will be intensified leading to uncontrollable social and political reactions.

Finally, a budgetary union and a banking union are key ingredients of a sustainable monetary union.

Budgetary union, however, is a long-term prospect. There is little prospect for achieving it quickly, because it implies a fundamental transfer of sovereignty from the nation states to European institutions. What can be done relatively quickly, however, is the issue of common Eurobonds. This approach has the merit of signaling to the market that irreversible steps towards budgetary union are being taken today, thereby reducing the existential fears that destabilize the Eurozone. Clearly many problems will have to be overcome to launch Eurobonds but this approach has the merit of starting a

process that is unavoidable if one wishes to maintain the euro.

The same can be said about the banking union. Such a banking union is important to make the monetary union sustainable. It makes it possible to cut the “deadly embrace” between the banks and the sovereign. When banks are in trouble, the sovereign also gets into difficulties. Conversely, when the sovereign is defaulting, the banks are pushed into insolvency also. This is one of the problems Spain suffers from today. A banking union allows cutting the link between the national government and the banking system.

A banking union, like a budgetary union, however, requires a large transfer of sovereignty to European institutions. The latter must be given the power to supervise the banks. It must also be given the resources to intervene in crisis times.

These are the three components of any program to save the euro. The details of such a program can differ, but the broad outlines cannot be varied much. Whether such a program can find the necessary consensus among the European political leaders remains to be seen.

Such a program can only work if there is trust between the member-countries of the Eurozone. Northern European countries must trust that Southern European countries are serious about reducing their debt and deficit levels. Southern European countries must trust the Northern European

countries that these have no intention to dominate them. Without mutual trust no further steps towards transfer of sovereignty is possible. And trust can only be established if one is willing to set aside the moralizing analysis that has prevailed in the last few years, and that leads to the view that some countries have been virtuous and others sinful. The Eurozone is not a morality play.

We should act quickly because the level of trust between the member-countries is declining fast. It is my conviction that it is not yet too late.

Paul De Grauwe

London School of Economics

DIPÒSIT LEGAL: V-3495-2012

EDITA: Universitat de València

IMPRIMEIX: Novabernia, SLU