



VNIVERSITAT DE VALÈNCIA

Investidura como Doctor "Honoris
Causa" por la Universitat de València a
Paul de Grauwe

Discurso de aceptación

Valencia, 30 noviembre de 2012

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