

ECONOMÍA

TRIBUNA

¿Tiene realmente futuro la zona euro?

La petición de un mercado continental de capitales choca con la oposición a la mutualización de deuda

GUILLERMO DE LA DEHESA | 10 MAY 2015 - 00:00 CEST

Archivado en: Euro Reserva Federal Crisis deuda europea Zona euro BCE Moneda Organismos económicos Crisis financiera Economía europea Dinero UE
Medios de pago Bancos Organizaciones internacionales Europa Relaciones exteriores Banca Finanzas Economía

El futuro de la zona euro es cada vez más incierto. Desde su creación, se han cometido serios errores de diseño y de gestión, porque los deseos políticos se han impuesto tozudamente a la teoría, a la lógica y a la realidad económicas, siendo el BCE el único que, felizmente, ha podido evitar su desaparición. Antes, varios economistas europeos ya habíamos enumerado los requisitos necesarios que tenía que cumplir.

Yo mismo, junto a Paul Krugman, alerté en 1992 de los efectos regionales y de aglomeración que podrían provocar "choques asimétricos" en algunos estados miembros de una Unión Monetaria. Ya en 1993 tratamos de los problemas fiscales de una unión monetaria y la necesidad de una unión fiscal.

Antes, el Nobel Robert Mundell había investigado sobre las áreas monetarias óptimas (AMO). Basado en la experiencia, Mundelli, y una larga lista de economistas que le siguieron, demostraron que Europa no era un AMO y advirtió del peligro de aplicar una política monetaria única en estas circunstancias, al no haber una movilidad total del trabajo, del capital y de la tecnología.

El primer pecado original de la eurozona fue creer que una unión monetaria podría ser viable sin necesidad de crear, al mismo tiempo, una unión fiscal. Durante sus diez primeros años dominaron los deseos políticos sobre la realidad económica, pero la Gran Recesión ha terminado demostrando su inviabilidad. La eurozona no es un área monetaria óptima, ya que su capital y su trabajo no circulan libremente entre sus estados miembros, siendo los inmigrantes y el capital de terceros países los que más lo hacen y por tanto unos estados miembros crecen más que otros por sufrir estos últimos "choques asimétricos" sin que el trabajo y el capital de la zona euro puedan desplazarse para compensarlos, como ocurre en EE UU y en Canadá que sí crearon simultáneamente una unión monetaria y fiscal tras su unión política.

Solo una política fiscal única puede hacer frente a dichos "choques asimétricos" que solo afectan a uno o varios de sus estados miembros, dado que la política monetaria convencional suele tener efectos similares y simultáneos sobre todos ellos. Y lo que es peor, los sistemas nacionales de estabilización que existían antes de la eurozona para hacer frente a dichos choques fueron eliminados. Creer que la UE, con un presupuesto que representa un 1% del PIB (frente al 20% del PIB en EE UU y en Canadá) puede hacer frente al choque asimétrico de un estado miembro es ridículo. La eurozona lleva seis años sin resolver el problema de deuda de Grecia — que representa solo el 2% de su PIB— mientras que EE UU resolvió, en tres meses, el problema de impago de California, siendo el 16% de su PIB.

El segundo pecado original de la eurozona, como han demostrado Kopf y de Grauwe, ha sido que sus estados miembros han perdido totalmente su capacidad anterior para emitir deuda en su propia moneda. La separación de las decisiones de emisión de deuda de la moneda en la que la emiten crea una vulnerabilidad crítica entre sus potenciales inversores que puede provocar una espiral de desconfianza y, finalmente, acelerar su impago.

El Tratado de Maastricht creía, erróneamente, que imponiendo unas reglas para disciplinar el déficit fiscal (3% del PIB) y la deuda (60% del PIB) no haría falta una "red de seguridad fiscal" para hacer frente a la posibilidad de un impago de deuda de sus estados miembros. Hoy, varios de ellos, sin crecimiento y con inflación negativa, aumentan sus niveles de deuda mientras están obligados a cumplir sus objetivos fiscales, que reducen su crecimiento e inflación, aumentando todavía más su

La eurozona lleva seis años sin resolver el problema de deuda de Grecia mientras que EE UU resolvió, en tres meses, el problema de impago de California

deuda. Mientras, los que están mejor no aumentan su demanda interna para compensarlo bajo la idea falaz de que existe una "austeridad expansiva" (Schäuble *dixit*). Su única alternativa es que todos sus trabajadores hagan una "devaluación interna", reduciendo sus salarios o emigrando a otro estado miembro.

Por fin, en febrero de 2012, se creó el Mecanismo de Estabilidad Europeo (MEDE) para hacer frente a las crisis de solvencia de estados miembros. Este mecanismo puede prestar hasta 500.000 millones de euros, pero sus decisiones todavía requieren unanimidad, haciéndolas más escasas y menos efectivas.

El BCE, que es la única institución de la eurozona que realmente hace política económica, está salvando temporalmente la situación, viéndose obligado a hacer política monetaria "asimétrica" con sus compras de deuda pública y privada de aquellos estados miembros más afectados por la Gran Recesión. Pero su Consejo de Gobierno ha conseguido aprobarlo, finalmente, a cambio de que solo pueda mutualizarse el riesgo del 20% de sus compras, quedando el riesgo del 80% restante en el balance de los bancos centrales nacionales.

Prueba de la falta de una política fiscal común es que hoy las tasas de crecimiento del AE, cinco años después de la Gran Recesión, son menos de la mitad que las de EE UU y Reino Unido, que pueden utilizar ambas políticas macroeconómicas. Más aún, ningún estado importante de la eurozona cumple hoy su objetivo del 60% de deuda sobre el PIB, salvo los más pequeños como Estonia, Eslovaquia, Letonia, Lituania y Luxemburgo. Crear ahora una política fiscal única para enfrentar dichos choques asimétricos necesitaría un deseo compartido por todos los estados miembros y un cambio de los tratados. Modificarlos y ratificarlos llevaría hasta diez años, al haber estados miembros que necesitan aprobarlo por referéndum. Demasiado tiempo para una decisión tan urgente y necesaria.

Por esta razón, en julio de 2012, un grupo de 17 economistas, formando el Consejo del INET (Instituto para el Nuevo Pensamiento Económico) sobre la Crisis de la Eurozona, propusimos una solución temporal, pero efectiva, que solo necesitaba un pacto y no un cambio de los tratados. La idea no era nueva: había sido propuesta anteriormente por el Consejo de Expertos para la Evaluación de la Política Macroeconómica alemán (SVR) para ayudar a aquellos estados miembros con niveles de deuda muy elevada que estaban haciendo esfuerzos serios para reducirla a través del procedimiento de deuda excesiva. Nuestra propuesta era una mutualización temporal del exceso de deuda de todos los estados miembros (más del 60% del PIB), derivada de dos grandes crisis, la primera importada de EE UU y la segunda derivada de los fallos de diseño de la eurozona. Dicho exceso de deuda se depositaría en un Fondo de Redención de Deuda (DRF) que se financiaría en los mercados emitiendo *euroletras* con la garantía conjunta y solidaria de los 19 estados miembros, más alguna ayuda del MEDE. Dichas *euroletras* refinanciarían dicho Fondo a unos tipos de interés mucho más bajos que la media de todos sus miembros por separado, dada la enorme atracción que tendría para los inversores institucionales poder invertir en euros con tan elevada diversificación del riesgo entre 19 estados miembros, creando así un mercado competidor de las del Tesoro de EEUU.

En 2013, un Grupo de Trabajo con aprobación del Presidente del Consejo y de la Comisión estudió la propuesta. Su informe final fue que dichas *euroletras* con garantía conjunta y solidaria de todos los estados miembros requería una "modificación de los tratados" con lo que las *euroletras* solo podrían emitirse con la propia garantía de cada estado miembro, evitando una situación de "riesgo moral". Sin embargo, esta idea podría ser todavía posible creando un DRF sólo entre aquellos estados miembros que así lo decidan. El BCE podría comprar deuda directamente del DRF, junto con los inversores privados. Se habla ahora mucho de un "mercado único europeo de capitales" pero al mismo tiempo se rechaza su base: los mercados de *euroletras* y de *eurobonos*.

Guillermo de la Dehesa es presidente de honor del CEPR (Centre for Economic Policy Research) de Londres.