

FEDERICO STEINBERG

(Coord.)

EL EURO AL RESCATE
DE EUROPA

Prólogo de
Joaquín Almunia

REAL INSTITUTO ELCANO

Marcial Pons

MADRID | BARCELONA | BUENOS AIRES

2010

ÍNDICE

	Pág.
PRÓLOGO, por Joaquín ALMUNIA.....	9
INTRODUCCIÓN, por Federico STEINBERG	15
1. LA CRISIS Y EL EURO, por Barry EICHENGREEN	27
2. LA BENDICIÓN QUE SUPONE EL EURO Y LA NECESIDAD DE MEJORARLO, por Charles WYPLOSZ	53
3. CAPEANDO EL TEMPORAL: LA GOBERNANZA EN LA ZONA EURO EN LOS BUENOS TIEMPOS Y EN LOS TURBULENTOS, por Jean Pisani-Ferry y André Sapir	73
4. ¿SUSTITUIRÁ EL EURO AL DÓLAR COMO MONEDA HEGEMÓNICA GLOBAL?, por Guillermo de la DEHESA	93
5. SUPREMACÍA DEL DÓLAR, ASPIRACIONES DEL EURO: ¿RECETA PARA LA DISCORDIA?, por Benjamin J. COHEN ...	119
SOBRE LOS AUTORES	135

PRÓLOGO. EL EURO Y LA CRISIS ECONÓMICA GLOBAL

Joaquín ALMUNIA

Miembro de la Comisión Europea
responsable de Asuntos
Económicos y Monetarios

La fecha del 15 de septiembre de 2008 quedará como un hito en la historia económica moderna. Ese día, el banco de inversiones Lehman Brothers protagonizó el mayor caso de quiebra de la historia de los Estados Unidos, lo cual supuso el inesperado colapso de una entidad financiera que era considerada «demasiado grande para dejarla caer». Este hecho fue el detonante de una reacción en cadena a escala mundial que afectó a los mercados interbancarios, financieros y, finalmente, a la economía real. Los mercados interbancarios prácticamente quedaron paralizados, y los mercados financieros experimentaron graves perturbaciones. En esa situación los bancos centrales y los gobiernos nacionales de todo el mundo tuvieron que abordar intervenciones de emergencia para proporcionar liquidez y tranquilidad a esos mercados. La transmisión de la crisis financiera a la economía real no se hizo esperar demasiado, como revelan las históricas caídas que se registraron en el cuarto trimestre de 2008 en la producción industrial y el comercio internacional. No obstante, los fenómenos desencadenados no terminaron en la economía real, sino que la retroalimentación existente entre las entidades de crédito y la economía real hizo aparecer en el sistema financiero los llamados efectos de segunda vuelta. Estos efectos se materializaron en un apreciable aumento de créditos fallidos en los préstamos a empresas y familias, debido a la difícil situación económica que éstas comenzaron a experimentar ante la recesión mundial, agravando por tanto la ya difícil situación de los balances de los bancos.

En el momento en que este libro ve la luz, las perspectivas de recuperación económica se están consolidando. Por un lado, el comercio internacional va poco a poco recuperando su pulso, mientras que, por otro, las empresas comienzan a reconstruir sus existencias de productos terminados, tras el agotamiento que experimentaron en las primeras fases de la crisis, que supuso la caída en picado de la producción. Asimismo, los efectos de las medidas públicas extraordinarias de apoyo a la economía, que surgieron de los compromisos asumidos en las

sucesivas cumbres de la Unión Europea y del G20, se están haciendo notar cada vez más en todo el mundo.

Aunque las semejanzas con la depresión de 1929 sean llamativas, deberíamos evitar trazar falsos paralelismos. Los responsables políticos han aprendido las lecciones de los años treinta adoptando con rapidez medidas de una escala sin precedentes para evitar que la recesión se convirtiera en una depresión prolongada y para sentar las bases de la recuperación. Globalmente, los gobiernos de la zona euro han cumplido con su parte en el esfuerzo concertado a nivel mundial para sostener la demanda, dentro del marco de coordinación del Plan Europeo de Recuperación Económica. El apoyo fiscal total se sitúa alrededor del 4,5 por 100 del PIB de la zona del euro, incluyendo tanto los efectos de los estabilizadores automáticos como el estímulo fiscal discrecional combinado de los Estados miembros durante 2009 y 2010.

El euro ha sido un valioso escudo contra la crisis. Ha protegido eficazmente a las economías de su área de las turbulencias cambiarias y de la volatilidad de los tipos de interés, que tan perjudiciales fueron en el pasado en momentos de tensión en los mercados financieros. Asimismo, ha desempeñado un papel incuestionable como punto de anclaje de las políticas macroeconómicas llevadas a cabo por aquellos Estados miembros de la Unión Europea que persiguen activamente la adopción del euro. Además, la actuación del Banco Central Europeo, responsable de la gestión de una moneda con un elevado peso en la economía mundial, ha facilitado la rápida coordinación con los otros bancos centrales responsables de las divisas más importantes y, por tanto, ha contribuido a la estabilidad de todo el sistema monetario internacional. No cabe duda de que la función estabilizadora del euro no ha pasado desapercibida para los países de la Unión Europea que todavía no comparten esta moneda, lo que sin duda reforzará su deseo de solicitar su entrada en la Unión Económica y Monetaria.

No obstante, el euro no ha sido ninguna panacea. La crisis está dejando cicatrices profundas en la economía del área del euro. El desempleo prolongado, la caída de la inversión y la reducción de los gastos en investigación y desarrollo pueden afectar negativamente al crecimiento a largo plazo. La combinación de mayores déficit presupuestarios y menor crecimiento, junto a la existencia de mayores pasivos contingentes derivados de los rescates bancarios, ha conducido a niveles de deuda pública considerablemente más altos. Mientras tanto, el saneamiento del sector financiero sigue figurando en la lista de prioridades. Las medidas de emergencia no pueden borrar los efectos de los créditos fallidos ni la herencia de unos sistemas de retribución que permitieron la asunción de riesgos demasiado elevados por parte del sector financiero. Además, los factores subya-

centes a los desequilibrios globales entre las principales economías del planeta no han desaparecido y siguen ensombreciendo las perspectivas de crecimiento mundial.

La crisis ha puesto además de manifiesto algunos desequilibrios existentes en la propia zona del euro. Unas condiciones macroeconómicas benignas, junto con unos tipos de interés muy reducidos y una escasa volatilidad de los mercados financieros, en un contexto de baja inflación, permitieron la financiación de un crecimiento rápido a costa de la acumulación de elevados déficit por cuenta corriente en varios Estados miembros del área del euro. Estos déficit exteriores crecientes reflejaban la acumulación de desequilibrios internos, con tasas de inflación comparativamente elevadas, alimentadas por una fuerte demanda interna, y pérdidas de competitividad significativas, mientras los mercados de activos registraban una expansión sin precedentes. En algunos de estos países esta expansión se materializó en una escalada de los precios inmobiliarios y en el sobredimensionamiento del sector de la vivienda. Por otra parte, los países con superávit reforzaron sus tradicionales puntos fuertes, con un modelo de crecimiento centrado en su competitivo sector exterior. En estos países, el motor de la demanda interna nunca llegó realmente a tomar el relevo de las exportaciones. El impacto de la crisis reveló la vulnerabilidad de este modelo de crecimiento a las fluctuaciones de la demanda mundial.

En 2008, en su Comunicación UEM@10 sobre la primera década de Unión Económica y Monetaria, la Comisión propuso un programa para mejorar el funcionamiento de la UEM ante un entorno mundial caracterizado por la aceleración de la globalización, el envejecimiento de la población y la creciente preocupación por el cambio climático. La crisis ha demostrado la necesidad de que la zona euro progrese rápidamente en este programa de reforma. En este sentido, es necesario promover la supervisión macroeconómica en la UEM, yendo más allá de la política fiscal, para incluir la estabilidad macro-financiera e integrar las reformas estructurales en la coordinación global de las políticas económicas dentro de la UEM, proporcionando directrices para mejorar la competitividad en línea con la Estrategia de Lisboa para el Crecimiento y el Empleo. El programa de reformas propuesto por la Comisión preconiza una coordinación más profunda de las políticas fiscales. Por lo que respecta al contexto internacional, la agenda de la UEM@10 defiende que la zona euro desempeñe un papel más importante en la gobernanza económica internacional.

Se necesita cuanto antes una supervisión macroeconómica más amplia que impulse una actuación coordinada en respuesta al desafío de la competitividad en un contexto global. El Eurogrupo acordó en 2008 examinar periódica-

mente la evolución de la competitividad de los Estados miembros de la zona euro y promover medidas de ajuste. Combatir las causas subyacentes de una evolución desfavorable de la competitividad en el área del euro es una tarea de interés común y debe formar parte integrante de la estrategia de la zona para salir de la crisis. Conviene también que esta supervisión reforzada se preocupe de la evolución de los mercados financieros. El endeudamiento excesivo es una amenaza, no sólo para las administraciones públicas, sino también para el sector privado. Una detección precoz de la formación de burbujas en los mercados de activos es esencial para evitar posteriores costosas correcciones de los desequilibrios presupuestario y externo.

La supervisión financiera debería apuntalar la sostenibilidad de las finanzas públicas. Tras la crisis, el menor crecimiento económico, unido a la rápida progresión de la deuda, podría poner a las finanzas públicas en una situación precaria, justo cuando empieza a notarse el impacto del envejecimiento de la población sobre el gasto público. Como parte de una coordinación fiscal más profunda en la zona euro, es necesario un firme compromiso en pro de una estrategia presupuestaria que pondere de forma equilibrada los aspectos de estabilización y sostenibilidad de la política fiscal, en línea con el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Concretamente, se ha acordado que, en cuanto la recuperación se asiente y disminuyan significativamente los riesgos de recaída de la economía, las políticas presupuestarias deberían dirigirse hacia el saneamiento de las finanzas públicas. Los procesos de consolidación fiscal deberían no sólo conducir a una reducción de la deuda, sino también a mejorar la calidad de las finanzas públicas, lo que contribuiría a potenciar el crecimiento a largo plazo, al reducir el gasto no productivo y reforzar los incentivos para incrementar la capacidad productiva de la economía. El énfasis en el saneamiento presupuestario se enmarca en el contexto más general de la definición y ejecución de las estrategias de salida de la crisis, cuya finalidad es eliminar las medidas excepcionales de política económica tomadas por los responsables políticos inmediatamente después del estallido de la crisis. Es imprescindible progresar paralelamente en la aplicación de las reformas que favorecen el crecimiento potencial y facilitan el proceso de ajuste frente a las perturbaciones económicas.

Las reformas en el área del euro necesitan ir acompañadas del refuerzo de su gobernanza económica. Se trata de un aspecto al que concedo particular importancia, pues creo que el Eurogrupo no ha aprovechado plenamente su potencial en este ámbito. En su Comunicación sobre la UEM@10, la Comisión subrayaba ya la necesidad de que los Estados miembros de la zona euro mostrasen una voluntad y un liderazgo políticos más claros para convertir los

planteamientos comunes en actuaciones concertadas, abogando por un verdadero reconocimiento del Eurogrupo por parte de los gobiernos nacionales como órgano estratégico para debatir y actuar con determinación.

Finalmente, la agenda de reformas en el área del euro tiene también que ver con su componente exterior. Por el tamaño de su economía, comparable a la de los Estados Unidos, el área del euro debería desempeñar un papel más activo e influyente en los asuntos económicos y financieros mundiales, pero sólo podrá hacerlo con eficacia si habla con una sola voz, manteniendo una única postura en las instituciones financieras internacionales y en foros de coordinación como el G20, lo que resulta tanto más necesario teniendo en cuenta el creciente papel internacional de nuestra moneda. El hecho de que el euro se haya establecido como una de las principales divisas internacionales es señal de su éxito, pero también implica mayores responsabilidades del área del euro, tanto a nivel regional como global. Para estar a la altura de esta responsabilidad creciente, la reforma de la gobernanza del área del euro necesita ir acompañada de reformas que consoliden su representación exterior.

El Tratado de Lisboa aporta una sólida base para seguir mejorando la gobernanza económica. Ha llegado la hora de ofrecer resultados concretos en beneficio de los ciudadanos. En esta coyuntura tan difícil, las políticas proteccionistas, que van en detrimento de los demás países, representan una gran amenaza. Debemos mantenernos vigilantes ante estos riesgos y rechazar decididamente las respuestas políticas estrictamente nacionalistas a los retos que tenemos por delante, ya que de lo contrario, todo lo que hemos construido hasta ahora podría venirse abajo. Por esta razón, los responsables políticos deberían ver esta crisis como una oportunidad para cooperar y hacer frente con determinación a los desafíos internos y externos.

En las líneas precedentes se han puesto de manifiesto los importantes retos a los que debe enfrentarse la economía europea, y la española como parte integrante de ésta. Para ello, la aportación de la ciencia económica y de los economistas es más necesaria que nunca. En este contexto, este libro, elaborado sobre la base de las aportaciones de respetados profesionales de la economía, supone una oportuna y valiosa contribución para entender las causas y las consecuencias de la presente crisis financiera en el área del euro. Y es de esperar que sus ideas sirvan también para ayudar a mejorar el diseño de las estrategias capaces de afrontar en mejores condiciones el futuro que nos aguarda tras la salida de la crisis.

Bruselas

Noviembre de 2009

INTRODUCCIÓN

Federico STEINBERG

Cuando se creó el euro en 1999, varias voces críticas vaticinaron que la moneda única sería un proyecto de corta duración y que la primera crisis económica que afectara a Europa lo destruiría. Sin embargo, el euro ha superado con buena nota su primer test, que además le ha llegado en su décimo aniversario.

La primera gran crisis financiera internacional del siglo XXI sorprendió tanto a la Unión Europea como al resto del mundo. Desde que comenzaron los problemas de las hipotecas *subprime* en Estados Unidos en el verano de 2007, el Banco Central Europeo (BCE) se coordinó con otros grandes bancos centrales y proporcionó con efectividad la liquidez necesaria a la zona euro. Pero nadie podía anticipar que, tras la caída de Lehman Brothers en septiembre de 2008, el sistema financiero mundial estaría al borde del colapso y serían necesarias medidas políticas excepcionales para evitar una debacle. Aunque la crisis tuvo su epicentro en Estados Unidos, la globalización financiera le sirvió como correa de transmisión, difundiendo su impacto por todo el mundo. Y los países europeos, muy globalizados desde el punto de vista financiero y que contaban con instituciones que tenían activos tóxicos en sus balances y se encontraban apalancadas, se vieron afectados casi tanto como Estados Unidos.

Tras cierta descoordinación inicial, en la que se produjeron algunas iniciativas unilaterales, los países del euro y el Reino Unido fueron capaces de dar una respuesta relativamente coordinada a la crisis. Así, el BCE actuó con agilidad aprobando nuevos instrumentos para aumentar la liquidez y los gobiernos adoptaron una estrategia común de apoyo al sistema financiero, al tiempo que impulsaban ambiciosos paquetes de estímulo fiscal para compensar el desplome de la demanda y la limitada efectividad de la política monetaria. En el terreno político, el liderazgo europeo —que contrastó con el inmovilismo de la Administración Bush que al estallar la crisis estaba finalizando su mandato— fue clave en la convocatoria de la primera reunión del G-20 en Washington en noviembre de 2008, que fue el primer paso en la respuesta

global a la crisis. Todo ello permitió reflotar el sistema financiero, evitar una segunda Gran Depresión y poner en marcha mecanismos de cooperación económica que hoy siguen funcionando y con los que la comunidad internacional no contaba antes de la crisis.

Las voces más críticas han señalado que en la zona euro la coordinación ha sido insuficiente. También han afirmado que los países han sucumbido a la tentación de instrumentar medidas de nacionalismo financiero que ponen en peligro el mercado interior único y que deberían haber sido evitadas. Sin embargo, no debe olvidarse que la existencia de la Unión Económica y Monetaria ha permitido evitar ataques especulativos, devaluaciones competitivas, escaladas proteccionistas y conflictos diplomáticos, que en el pasado habían sido las reacciones habituales de las potencias europeas a las crisis económicas. Además, existe un enorme consenso académico y político sobre que el euro ha supuesto una importante protección ante las turbulencias financieras para todos sus Estados miembros, así como que la mayoría de los países de la Unión Europea que no pertenecen a la moneda única habrían estado mejor preparados para afrontar la crisis dentro del euro. De hecho, según sostiene Charles WYPLOSZ en su contribución a este libro, el euro ha supuesto una bendición ante la crisis.

Sin embargo, la moneda única no ha podido impedir que la crisis financiera internacional haya puesto de manifiesto algunas debilidades importantes de la gobernanza económica europea. Ni tampoco que se haya convertido en la mayor recesión en Europa (y en todos los países avanzados) desde la Segunda Guerra Mundial.

Primero, la crisis ha constatado que los mecanismos de coordinación macroeconómica dentro de la zona euro son mejorables, tanto en tiempos de estabilidad como en tiempos de crisis. Por una parte, durante el periodo de fuerte crecimiento anterior a la crisis se habían generado importantes desequilibrios dentro de la zona euro que han vuelto vulnerables a algunos países cuando la crisis ha estallado. Para entender por qué se ha dado esta situación hay que recordar que una vez que los países se integran en el euro ceden su soberanía monetaria y cambiaria al BCE. Esto significa que tan sólo cuentan con la política fiscal como instrumento contra cíclico. Para coordinar las distintas políticas fiscales dentro de la zona euro la institución fundamental de la que se ha dotado la Unión Económica y Monetaria es el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Pero este Pacto está diseñado de forma asimétrica, de manera que tiene instrumentos para reducir los déficit excesivos pero

no para asegurar superávit en tiempos de crecimiento. Debido a esta asimetría no se ha podido conseguir que los países que han crecido por encima de su potencial acumulando desequilibrios externos y pérdidas de competitividad hayan obtenido un colchón presupuestario suficientemente grande, que les hubiera permitido hacer frente con mayor solidez a la recesión.

Por otra parte, ante el pánico financiero, se hizo evidente que la zona euro no contaba con un mecanismo de toma de decisiones suficientemente centralizado, flexible y efectivo para afrontar coyunturas adversas inesperadas. También que el hecho de que sea el presidente del Eurogrupo (y no alguien con mayor peso político) quien hable en representación del euro resulta problemático. Por último, la crisis ha mostrado que dentro de la zona euro todavía existen importantes diferencias en cuanto a la confianza que los gobiernos tienen en la efectividad de la política fiscal discrecional, lo que en un principio dificultó el lanzamiento de un paquete de estímulo coordinado. Todo ello sugiere que será necesario revisar el funcionamiento del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, especialmente el modo en que se aplica en periodos de crecimiento. También habrá que fortalecer el papel del Eurogrupo y la representación externa del euro, algo que, aunque tímidamente, ya hace el Tratado de Lisboa que acaba de entrar en vigor.

Segundo, al igual que en otros países, las instituciones europeas encargadas de la regulación y la supervisión financieras han cometido errores. Pero en el caso europeo además se han producido problemas derivados de la existencia de bancos y otras instituciones financieras que actúan en toda la Unión pero que son supervisadas por cada uno de los Estados miembros sin que exista suficiente coordinación entre ellos, sobre todo ante casos de quiebra. Como ha afirmado Mervyn King, el gobernador del Banco de Inglaterra, «los grandes bancos son internacionales en vida pero se vuelven nacionales cuando mueren», lo que plantea importantes problemas a la hora de repartir los costes del rescate cuando los bancos operan en varios países de la Unión.

En definitiva, la crisis ha puesto de manifiesto que la existencia de un mercado financiero único requeriría de un regulador único para la zona euro, que además debería de estar coordinado con el regulador del Reino Unido. Sin embargo, las reformas que la Unión Europea ha presentado recientemente siguiendo las recomendaciones del informe de Larosière, aunque son importantes, todavía están lejos del modelo de supervisor único. Ello se debe a las resistencias de algunos Estados

miembros, que no han estado dispuestos ceder más competencias en este ámbito. Todo ello se complica aún más si se tiene en cuenta que en algunos países, como España, el Banco Central es el encargado de la supervisión, mientras que en otros, como Alemania, esta labor la realiza una agencia independiente. Aunque una enseñanza de esta crisis es que la supervisión del sistema financiero ha sido mejor cuando está en manos del Banco Central, no ha sido posible acordar que todos los miembros de la zona euro adopten esta práctica.

Aún así, ya se han producido algunas reformas. En el ámbito macro prudencial se ha establecido un Consejo de Riesgo Sistémico liderado por el BCE para velar por la estabilidad del conjunto de las instituciones financieras europeas. En el ámbito micro, se ha creado un nuevo Sistema Europeo de Supervisores Financieros, que seguirá respetando la estructura descentralizada de los supervisores actuales pero que contará con tres nuevas agencias de coordinación a nivel europeo para los sectores bancarios, de seguros y pensiones y de valores. La efectividad de este nuevo entramado institucional sólo podrá ser valorada plenamente ante la próxima crisis.

Tercero, en contra de lo que los europeos más optimistas deseaban, la crisis ha demostrado que el euro todavía no está preparado para reemplazar al dólar como moneda de reserva internacional. Existe diversidad de opiniones sobre cuál será el futuro del dólar como moneda hegemónica global. Sin embargo, ante el pánico financiero de finales de 2008 la moneda estadounidense se convirtió una vez más en el activo refugio para los inversores internacionales, lo que lo llevó a una fuerte apreciación con respecto al euro. Lo que llama la atención es que a pesar de que la crisis se originó en Estados Unidos y que los desequilibrios público y externo de la economía estadounidense son insostenibles a largo plazo, la crisis no llevó a los inversores a vender sus activos en dólares ni a los bancos centrales de las potencias emergentes a diversificar sus reservas en favor del euro. Y si no lo han hecho ante una crisis de estas proporciones es poco probable que vayan a hacerlo en el futuro a menos que Estados Unidos genere inflación para «licuar» su deuda, algo que por el momento parece poco probable.

Lo que impide al euro rivalizar con el dólar no es el tamaño de su economía (muy similar a la estadounidense) ni la política que sigue el BCE (que cuida más el valor de la moneda que la Reserva Federal), sino la insuficiente amplitud, liquidez y profundidad de sus mercados y activos financieros y sus debilidades desde el punto de vista geopolítico.

Por una parte, la zona euro no ha podido acordar la creación de un bono europeo que rivalice como activo refugio con las letras del tesoro estadounidenses. Esto supone una desventaja competitiva estructural en un mercado tan concentrado como el de divisas, en el que las externalidades de red y la inercia juegan un papel muy significativo.

Desde el punto de vista político el problema de fondo sigue siendo que el euro, al contrario que el dólar (o el yuan chino, que todavía no es convertible pero lo será en las próximas décadas) es una moneda huérfana, sin un Estado ni un ejército que le otorguen el componente de seguridad necesario para ser la referencia global. De hecho, en su contribución a este libro, SAPIR y PISANI-FERRY van más allá y afirman que el verdadero problema es que «el euro no sólo es una moneda sin Estado, sino también sin gobernanza política». Por todo ello, lo más probable es que la moneda única vaya poco a poco apreciándose y ganando cuota de mercado en las reservas y las transacciones internacionales, pero que no llegue a cuestionar la hegemonía del dólar hasta que mejore su sistema de gobernanza y supervisión económica, tenga una representación externa de mayor nivel político, integre y haga más profundos sus mercados financieros, emita un bono europeo y profundice en las reformas estructurales para poder aumentar su crecimiento potencial. Como vemos, el éxito o fracaso del euro como moneda internacional estará estrechamente vinculado con su capacidad para afrontar de forma satisfactoria todas las debilidades que se han señalado arriba.

OBJETIVO DEL LIBRO Y ARGUMENTOS DE LOS CAPÍTULOS

Este libro analiza todos los temas planteados en la sección anterior y evalúa de forma crítica el papel del euro ante la crisis financiera global. Sus capítulos están elaborados por autores europeos y estadounidenses con distintas sensibilidades, que trabajaron a lo largo del año 2009. Aunque se escribieron a medida que la crisis se iba desarrollando, sus autores realizaron un esfuerzo por sustraerse de la coyuntura para analizar las implicaciones a largo plazo que la crisis estaba teniendo tanto para la gobernanza interna de la zona euro como para el papel del euro como moneda internacional. El resultado es un completo análisis, que sin dejar de reconocer las fortalezas de la zona euro, subraya sus debilidades. Pretende así contribuir al actual debate sobre las reformas económicas, políticas e institucionales que es necesario acometer para fortalecer y

mejorar el funcionamiento de la Unión Económica y Monetaria. Estos cambios también son esenciales para que el euro aspire algún día a cuestionar la hegemonía del dólar como moneda de reserva global.

Los cinco capítulos que componen este libro son complementarios. Los dos primeros, elaborados por el estadounidense Barry EICHENGREEN y por el francés Charles WYPLOSZ, se centran en los aspectos internos de la economía y la gobernanza de la zona euro ante la crisis. El tercer capítulo, elaborado conjuntamente por el francés Jean PISANI-FERRY y por el belga André SAPIR, explora cómo las debilidades políticas internas de la zona euro han impedido que la moneda única adquiriera un mayor estatus internacional ante la crisis. En este sentido, el capítulo sirve de puente entre los dos primeros y los dos últimos, en los que el español Guillermo DE LA DEHESA y el estadounidense Benjamin COHEN exploran desde diferentes puntos de vista el papel del euro como moneda de reserva global. Aunque en ocasiones algunos de los autores coinciden en su análisis o en el diagnóstico de los problemas, cada trabajo mantiene una tesis diferenciada. A continuación, a modo de guía para el lector, se sintetizan las ideas clave de cada uno de los capítulos.

En el primero, EICHENGREEN analiza los diferentes desafíos que la crisis financiera ha planteado a la zona euro y a su gobernanza. Es el capítulo más general del libro, ya que trata prácticamente todos los temas mencionados en esta introducción. Comienza examinando el papel de la zona euro en la génesis de la crisis financiera, subrayando que, en contra de lo que suele pensarse, y aunque la crisis se inició en Estados Unidos, los países europeos no estuvieron exentos de responsabilidad. A continuación analiza por qué ciertos países se están viendo especialmente afectados por la recesión y discute la posibilidad de que alguno de ellos se sienta tentado a volver a su antigua moneda nacional. Sostiene que «aunque no sea inconcebible [...] la salida de la zona euro es extremadamente improbable». Ello se debe a que las ventajas que aporta la pertenencia al euro superan ampliamente el inconveniente de no poder devaluar la moneda para utilizar las exportaciones como motor de la recuperación en tiempos de crisis. Además EICHENGREEN analiza los problemas económicos e institucionales a los que se enfrentaría cualquier país que se planteara salir de la moneda única. También explica por qué tanto los países tradicionalmente euro escépticos como aquellos nuevos Estados miembros de la Unión hubieran preferido pertenecer al euro en los momentos más difíciles de la crisis, por lo que en el futuro estarán más interesados en adoptar la moneda única.

Prosigue evaluando la respuesta del BCE a la crisis, señalando que su reacción inicial fue acertada y rápida, pero planteando dudas sobre su excesiva prudencia a la hora de bajar los tipos de interés. En esta crítica, difiere del análisis que realizan otros capítulos del libro, que coinciden en subrayar que aunque el BCE no bajara los tipos de interés tanto como la Reserva Federal a medida que avanzaba la crisis, utilizó otros instrumentos para aumentar la liquidez que cumplían la misma función y estaban más adaptados a las necesidades de la realidad económica europea. Donde EICHENGREEN sí coincide con el resto de autores es en su crítica al sistema europeo de supervisión financiera, así como en la necesidad de avanzar hacia la creación de un único regulador bancario para la zona euro. Por último, analiza brevemente el papel internacional del euro tras la crisis, que es el tema al que se dedican íntegramente los dos últimos capítulos. Eichengreen coincide con los demás autores en que mientras la zona euro no emita un único instrumento homogéneo de deuda y cohesiones su gobernanza interna tendrá problemas para rivalizar con el dólar.

En el segundo capítulo, WYPLOSZ aborda algunos de los temas analizados por EICHENGREEN, pero desde una perspectiva diferente e incorporando muchas más referencias a la teoría de las áreas monetarias óptimas y a los debates sobre la efectividad de la política fiscal. Comienza señalando que, al dar por sentada la existencia del euro, la mayoría de los analistas tienden a olvidar que la crisis podría haber tenido consecuencias económicas y sociales catastróficas de no haber existido la moneda única. Sintetiza el éxito del euro diciendo que ha logrado «eliminar el fantasma de los ataques especulativos sobre las monedas nacionales». Para ilustrarlo compara la volatilidad de los tipos de interés, de los de cambio y del crecimiento de los países del euro y de los que no pertenecen a la moneda única. Concluye que «de no haber contado con una moneda común, varios de los 16 países de la zona euro habrían sufrido graves turbulencias en sus mercados de divisas». Pero también analiza por qué ante la crisis los *spreads* de deuda de los países de la zona euro más débiles han subido mucho más que los de los más sólidos, lo que según el autor refleja el riesgo de impago pero no de salida de la moneda única, como algunos autores han sugerido. También compara dichos *spreads* con los que han experimentado los títulos de deuda de los países no miembros del euro, mostrando que estos últimos se han enfrentado a costes de financiación mucho más altos al estallar la crisis por no pertenecer a la moneda única, lo que ha obligado a algunos de ellos a solicitar préstamos al FMI.

Tras estas alabanzas a la moneda única, propone medidas para mejorar su funcionamiento. Explica que aunque el euro ha aportado estabilidad, es un escudo incompleto y señala como principal problema que los mercados financieros de los distintos países no se han integrado plenamente (sobre todo en las áreas de los bonos corporativos y de los mercados bursátiles), así como que persiste el proteccionismo financiero. Subraya la necesidad de avanzar en la creación de un mercado financiero único con un regulador central, aunque explica que es muy poco probable que esto suceda a corto plazo por las «luchas territoriales» y los «desacuerdos filosóficos e ideológicos» entre las principales potencias europeas. A continuación analiza los problemas de la coordinación macroeconómica ante la crisis criticando duramente el Pacto de Estabilidad y Crecimiento por no estar bien diseñado para facilitar la coordinación fiscal ni para asegurar que los países obtengan superávit suficientemente grandes en épocas de crecimiento. También critica que los países del euro no estén dispuestos a flexibilizar los criterios de convergencia de Maastricht para facilitar la entrada de nuevos países a la moneda única. Concluye abordando el debate sobre la necesidad de mejorar la gobernanza económica del euro, afirmando que un «gobierno económico europeo en toda regla no es necesario ni políticamente aceptable en tiempos normales, pero se requiere alguna forma de coordinación en los malos tiempos». Esa es la gran asignatura pendiente de la zona euro.

En el tercer capítulo, PISANI-FERRY y SAPIR sostienen que la moneda única ha funcionado bien en tiempos de estabilidad pero que no ha estado a la altura de las circunstancias en tiempos de crisis debido a las debilidades de su estructura de gobernanza. Esto significa que el euro no ha servido como motor de la integración política y tampoco ha podido aprovechar la oportunidad que le ha brindado la crisis para ganar peso internacional, lo que resulta decepcionante. Los autores señalan que esto no significa que el euro haya fracasado. De hecho, ha demostrado ser una moneda atractiva durante los periodos de estabilidad y crecimiento para países e inversores mucho más allá de sus fronteras y ha servido para que sus Estados miembros atravesaran la crisis sin las presiones sobre los tipos de cambio que se dieron durante la tormenta monetaria europea de 1992. Sin embargo, el diseño institucional inicial de la zona euro, caracterizado por la limitada coordinación de las políticas presupuestarias y estructurales, la ausencia tanto de una supervisión financiera integrada como de un presupuesto federal importante y ningún contrapeso político potente al BCE, no ha dado paso con el

tiempo a una estructura de gobernanza de tipo más federal, que habría acelerado el proceso de integración. Por ello lo más probable es que, tras la crisis, esta deficiente estructura de gobernanza se consolide (o de mínimos pasos adelante), pero que no dé el salto cualitativo que sería necesario para que el euro pueda resultar suficientemente atractivo para los inversores en tiempos de crisis.

Para demostrar la validez de este argumento, PISANI-FERRY y SAPIR analizan los debates políticos y el marco conceptual sobre el que se estableció la gobernanza de la zona euro, evalúan su relativo éxito durante sus primeros diez años de vida y detallan las debilidades en su gobernanza que la crisis ha puesto de manifiesto, tanto en términos de liderazgo político como de coordinación macroeconómica y supervisión financiera. Señalan que «el meollo del problema es la falta de una entidad política en la zona euro que sea capaz de tomar decisiones financieras y fiscales apropiadas en tiempos difíciles». Y continúan diciendo que «la coordinación puntual ha sustituido a las respuestas institucionales y esto ha tenido buena acogida. Pero hay límites a lo que puede conseguir este tipo de coordinación». Subrayan que el principal problema es que la compleja estructura de gobernanza del euro fue elaborada sobre la base de que la prevención haría innecesario establecer medidas de gestión de crisis. Y este argumento ha resultado falso. En concreto, señalan que la lenta velocidad de reacción ante la crisis, la falta de facultades discrecionales para elaborar políticas activas, la ausencia de procesos de toma de decisiones centralizados y su confusa representación externa han minado el estatus internacional del euro porque han generado dudas en cuanto a su eficacia y capacidad como moneda en tiempos turbulentos. En la última sección hacen un llamamiento a subsanar estas debilidades mediante el aumento del poder del Eurogrupo, algo que el recientemente aprobado Tratado de Lisboa hace parcialmente. Sin embargo, se muestran pesimistas sobre que puedan darse pasos suficientemente importantes en este sentido a corto y medio plazo.

Los dos últimos capítulos analizan el futuro del euro como moneda global, pero mientras DE LA DEHESA aborda el tema desde una perspectiva económica, COHEN adopta un enfoque geopolítico. Tras exponer brevemente el funcionamiento de las fuerzas centrípetas que justifican la supremacía de una sola moneda a nivel global, como las centrífugas, que llevan a los inversores a diversificar sus carteras en activos denominados en distintas monedas para reducir el riesgo, DE LA DEHESA adopta una perspectiva histórica y muestra lo difícil que resulta que

una moneda alcance el estatus de hegemónica. A continuación realiza un minucioso análisis del peso del euro en la escena internacional, que incluye su uso en los mercados internacionales de deuda, en los de gestión de activos internacionales y en los de divisas. Subraya que aunque desde su creación ha logrado tener un mayor peso internacional al de la suma de las anteriores monedas europeas y ya iguala al dólar en los mercados monetarios, la moneda estadounidense todavía le lleva mucha ventaja. A finales de 2008, el 45 por 100 de los títulos de deuda estaban denominados en dólares y sólo el 32 por 100 en euros y en las reservas de los bancos centrales el dominio del dólar era todavía mayor: 64 por 100 del total frente al 27 por 100 del euro, aunque la moneda única había ganado casi 10 puntos porcentuales desde su creación.

Todo ello lleva a DE LA DEHESA a ser poco optimista en cuanto al futuro del euro como moneda global. Concluye evaluando los últimos estudios publicados sobre la rivalidad euro-dólar a la luz de la crisis financiera y afirmando que «por el momento, la concepción política dominante entre los países de la zona euro [en lo que se refiere a apoyar al euro internacionalmente a través de una mayor integración de sus mercados financieros y de la creación de un bono europeo] sigue siendo demasiado cortoplacista y se deriva de una forma de entender los mercados financieros anticuada y nacionalista». Y subraya que «Este enfoque nacionalista está retrasando el surgimiento del euro como moneda internacional». Al igual que hacían PISANI-FERRY y SAPIR en el capítulo previo, DE LA DEHESA pronostica que si no se mejora de forma cualitativa la gobernanza económica de la zona euro, la moneda única sólo podrá aspirar a ser una moneda hegemónica regional e incluso a largo plazo podría ver peligrar su estatus como segunda moneda en el mundo, aunque la adopción del euro por parte del Reino Unido podría significar un revulsivo.

Por su parte, COHEN basa su análisis en la premisa de que el euro, aunque ha tenido un comportamiento internacional peor del previsto, ya es un serio competidor al dólar en los mercados privados, lo que llama «liderazgo informal». Sin embargo, sostiene que todavía no rivaliza con el dólar en cuanto a las decisiones que afectan a los Estados, lo que supone que la moneda estadounidense aún mantenga su «liderazgo formal». Explica que, por el momento, las autoridades europeas no han intentado modificar activamente las elecciones que los distintos gobiernos hacen en relación a la divisa que toman como referencia, ya sea para fijar su tipo de cambio, acumular reservas o denominar su comercio. Pero sugiere que «en términos prácticos, cuesta imaginar

que las autoridades de la Unión Monetaria se abstengan totalmente de intentar promover un papel más importante para el euro, lo que podría provocar un conflicto con Estados Unidos». Aunque considera que el riesgo de dicho conflicto es bajo, no descarta la posibilidad de que pueda producirse, sobre todo en Oriente Medio. En este sentido se alinea con los autores más críticos con la hegemonía del dólar, que subrayan que la acumulación de deuda estadounidense en manos extranjeras y la tendencia del dólar a perder valor la convertirán en una divisa cada vez menos atractiva en el futuro. Sin embargo, señala que para que el euro pueda aprovechar esta debilidad del dólar tendrá que hacer reformas internas, algo que no está garantizado. Por ello concluye que «La moneda europea seguramente no consiga igualar ni superar al dólar. El billete verde norteamericano, que ha dominado en los asuntos monetarios desde hace mucho tiempo, seguirá siendo la única divisa verdaderamente global».

Aún así, del análisis de COHEN también puede extraerse otra conclusión. Si el dólar pierde estatus internacional pero no es reemplazado por el euro, en dos o tres décadas la economía mundial podría entrar en una fase en la que el dólar, el euro y el yuan convivieran como monedas de reserva con distintas áreas geográficas de influencia y sin que ninguna dominara sobre las demás. Esta situación sería nueva y abriría importantes interrogantes geopolíticos porque históricamente la estabilidad del sistema financiero internacional ha estado correlacionada con el liderazgo monetario de una única potencia.

1

LA CRISIS Y EL EURO

Barry EICHENGREEN

SUMARIO: 1. INTRODUCCIÓN.—2. EL PAPEL DEL EURO EN LA GÉNESIS DE LA CRISIS.—3. ¿ALQUIEN DESEA SALIR?—4. ¿ALGUIEN DESEA ENTRAR?—5. LA RESPUESTA DEL BCE.—6. LA NECESIDAD DE UN REGULADOR BANCARIO ÚNICO.—7. IMPLICACIONES PARA LA LUCHA POR SER LA MONEDA DE RESERVA.—8. CONCLUSIÓN.—REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS.

1. INTRODUCCIÓN

Cuando se declara un incendio en un bloque de apartamentos, uno se da cuenta enseguida de quién está dispuesto a entrar en el edificio en llamas para rescatar a los afectados y quién sale corriendo por miedo a resultar chamuscado. La gran crisis crediticia de 2008-2009 es una crisis igualmente reveladora para la zona euro y sus miembros. Está sacando a la luz qué Estados miembros están dispuestos a volver a entrar y quiénes, si es que hay alguno, están pensando en salir huyendo. Ha proporcionado nueva información sobre la eficacia del Banco Central Europeo (BCE) en su papel de patrulla antiincendios —como fuente de liquidez y como prestamista de última instancia—. Y nos ha enseñado lecciones importantes sobre si los residentes en este vecindario (en concreto) son realmente solidarios o sólo atienden a sus propios intereses.

Además, la crisis ha puesto de relieve críticas que ya venían de antiguo sobre la arquitectura de este complejo residencial. El debate sobre la conveniencia de establecer una moneda única se ha reavivado ante ciertas sugerencias de que la unión monetaria ha sido responsable de la crisis o, como mínimo, la ha agravado. La crisis ha llevado a los observadores a preguntarse, con más urgencia que antes, qué tipo de reformas habría que llevar a cabo para garantizar la seguridad y la estabilidad del edificio, incluyendo quizá la creación de un único regulador financiero que complemente el mercado único europeo y la moneda única.

2. EL PAPEL DEL EURO EN LA GÉNESIS DE LA CRISIS

La mayor parte de los europeos sostienen, con bastante razón, que la crisis se originó fuera de Europa. La chispa saltó en Estados Unidos con el pinchazo de la burbuja en el sector inmobiliario, que fue alimentada por una regulación laxa y por el consecuente auge y declive del mercado de las hipotecas *subprime*. El proceso se aceleró por culpa de la relajada política monetaria de la Reserva Federal, que bajó los tipos de interés tras el colapso de la burbuja Punto.com y por los flujos de capital procedentes de China y otras economías emergentes, lo que reflejaba su superabundancia de ahorro. El error más grave en la respuesta a la crisis, la fatídica decisión de dejar que Lehman Brothers quebrara en septiembre de 2008, también fue una decisión estadounidense.

En todo esto Europa fue una mera observadora. El BCE no recortó sus tipos de interés tan drásticamente como la Fed a principios de la década y la cuenta corriente de la zona euro estaba generalmente equilibrada, en contraste con el déficit exterior crónico de Estados Unidos. Y aunque hubo quiebras aisladas de instituciones financieras europeas como Dexia y Fortis, ninguna tuvo un impacto tan negativo como el que provocó el colapso de Lehman Brothers.

Dicho todo esto, la idea de que ésta fue una crisis originada y difundida por Estados Unidos no es totalmente correcta. Las instituciones financieras europeas han sufrido pérdidas sustanciales por títulos basados en hipotecas o en otros productos derivados, lo que indica que las deficiencias en los controles internos y la gestión de riesgos no fueron un problema exclusivamente norteamericano. Los bancos europeos en su conjunto estaban más apalancados que los bancos estadounidenses, por lo que cuando incurrieron en pérdidas, las dificultades financieras fueron por lo menos igual de severas. En retrospectiva resulta más difícil de entender cómo se permitió que los ratios de apalancamiento de los conglomerados financieros europeos subieran a 50 ó 60 a 1. Y, *a posteriori*, es igualmente desconcertante pensar qué tipo de modelo empresarial sensato pudo permitir que filiales de instituciones financieras de Europa occidental concedieran préstamos hipotecarios, préstamos para la adquisición de un automóvil o préstamos al consumo en euros a prestatarios con rentas en florines húngaros.

Además, está el hecho de que entre 1999 y 2005 los precios inmobiliarios en la zona euro subieron tanto como en Estados Unidos,

situándose un 40 por 100 por encima de su media en treinta años¹. Es más, en algunos países de la zona euro, como Irlanda y España, el ritmo de crecimiento fue bastante más rápido que en Estados Unidos. En 2005 y 2006, en pleno auge del boom inmobiliario de Estados Unidos, el crecimiento real de los precios de la vivienda residencial fue superior al de Estados Unidos no sólo en España e Irlanda, sino también en Francia y Bélgica². En varios países europeos —siendo Irlanda y España nuevamente excelentes ejemplos— la construcción residencial como componente del PIB tenía mayor peso que en Estados Unidos³.

Junto a estas subidas se produjeron fuertes incrementos de los costes laborales. Compensaciones laborales más generosas suponían más renta con la que adquirir bienes inmobiliarios. Salarios más altos suponían también precios de las exportaciones más altos y mayores déficit en la cuenta corriente. Si bien los costes laborales unitarios permanecieron sin cambios en la zona euro entre 2000 y 2007, se incrementaron un 13 por 100 en Portugal y un 15 por 100 en España⁴. Mientras que la fuerte subida del déficit por cuenta corriente de Estados Unidos hasta el 6 por 100 del PIB provocaba la alarma generalizada, los déficit por cuenta corriente eran también del 6 por 100 del PIB en Irlanda e incluso más altos en otros lugares de la euro zona: 10 por 100 en España, 12 por 100 en Portugal y 15 por 100 en Grecia⁵.

Por otra parte, los déficit externos no estaban distribuidos al azar. GROS (2008) muestra que la correlación en el cambio en los precios de la vivienda y el cambio en la cuenta corriente en los países de la zona euro entre 1998 y 2004 fue del 0,8⁶. Una vez que se produjo el esta-

¹ Así, los precios subieron un 110 por 100 acumulado durante este periodo en la zona euro, frente al 113 por 100 en Estados Unidos (GROS, 2006).

² HILBERS *et al.* (2008), tabla 2.

³ FMI (2008), recuadro 3.1.

⁴ La fuente de las cifras españolas es la OCDE, las cifras portuguesas proceden de BLANCHARD (2006).

⁵ Dado que la cuenta corriente de la zona euro estaba equilibrada en su conjunto, esto significaba que había superávit en otros países, principalmente en Alemania. La tendencia en la que el balance en la cuenta corriente aumentaba comparado con el periodo anterior al euro, debido en parte a la eliminación del riesgo de tipo de cambio dentro de la región, ha sido destacado por BLANCHARD y GIAVAZZI (2002).

⁶ El otro mecanismo que vinculaba los déficit externos a los precios de la vivienda fue la mayor tendencia a subvencionar el sector inmobiliario en países con riesgo de debilidad del sector externo, en los que el gobierno intentaba sustituir la demanda interna. VAN DEN NOORD (2004) observó que en pequeños países europeos abiertos donde uno podría pensar que la pérdida de competitividad serviría para contrarrestar los efectos de tipos de interés reales más bajos, gobiernos y reguladores permitieron también

lido de la burbuja inmobiliaria y se secaron los flujos de capital para financiar los déficit por cuenta corriente, surgieron graves dificultades económicas y financieras.

El advenimiento del euro influyó en el desarrollo de estos excesos y desequilibrios. Al delegar sus políticas monetarias nacionales en manos del BCE, los tipos de interés reales, hasta entonces altos en países como Irlanda y España bajaron, del 4,5 por 100 en España y el 5,5 en Irlanda en 1997, cuando se alcanzó la decisión de permitir su entrada en el euro, a menos del 1 por 100 en 1999⁷. No se trataba únicamente de que la inflación, empujada por la inercia y por los generosos aumentos de sueldo que hicieron subir los precios de los bienes no comercializables, fuese más alta en los extremos céltico y mediterráneo en este periodo —aunque lo era—. Además, el cambio de nivel de los tipos de interés, que pasaron a converger con los existentes en Alemania, hizo que la compra de viviendas fuese más asequible y estimularon la demanda. Y la fuerte demanda se tradujo a su vez en un aumento relativamente rápido de los salarios. Con los precios subiendo por encima de los salarios, el aumento de la inflación significó tipos de interés reales aún más bajos.

Con el tiempo, por supuesto, los rápidos crecimientos de los salarios debilitaron la competitividad precio de las exportaciones. Al caer la demanda de sus exportaciones, los países en cuestión no sólo desarrollaron grandes déficit externos, sino que la demanda de productos nacionales también bajó y la inflación interna se ralentizó. Por otra parte, países como Irlanda y España se convirtieron en imanes para la inmigración, lo que moderó aún más el incremento en los costes laborales⁸.

los ratios más altos entre préstamos hipotecarios y el valor de tasación de la vivienda. Además ofrecieron desgravaciones fiscales para la vivienda con lo que estimularon el boom inmobiliario interno. OSBORNE (2005) constató de forma más general que el desarrollo del mercado de la vivienda nacional está configurado tanto por la política monetaria (tipos de interés reales) como por las políticas reguladoras internas. A su juicio, el impacto interno funciona no sólo por medio del impacto directo en la construcción residencial, sino también por el efecto indirecto de la riqueza sobre el consumo (un intento de cuantificar este efecto de la riqueza en diferentes países de la zona euro es el estudio de ANDRE y GIROUARD, 2008). Estas cuestiones han sido muy destacadas en el debate que se ha producido en Reino Unido sobre la adopción del euro (donde uno de los argumentos de los euroescépticos es que una mayor dependencia en hipotecas de tipos variables y ratios de deuda hipotecaria más altos supone que los mismos cambios en política monetaria tendrán mayores efectos sobre la economía).

⁷ Donde los tipos de interés nominales están deflactados por el índice armonizado de precios al consumo según AHERNE *et al.* (2008).

⁸ La inmigración se situaba en torno al 2,5 por 100 del total de la población de Irlanda y al 1,5 por 100 anual en 2005-2006.