

RÉQUIEM POR UN EURO

Por el Académico de Número
Excmo. Sr. D. Pedro Schwartz Girón*

En mi presentación ante el pleno de la Academia busqué explicar que el euro, tal y como se lanzó al mundo con el Tratado de Maastricht (1992) y el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (1997), ha fenecido. Con lo allí acordado se pretendía crear una moneda firme e independiente de los avatares de la política. La Unión Monetaria así creada tendría un carácter minimalista. El banco emisor, el Banco Central Europeo, estaría sometido a reglas semejantes a las que rigieron la conducta de los bancos centrales bajo el patrón oro. Ciertamente es que ese euro originario no iba a tener ancla metálica pero estaría sometido a una regla tendente a mantener estable su valor de compra un año con otro.

La Unión Europea ha abandonado ese diseño original del euro a las primeras de cambio. Con la crisis financiera y monetaria de 2008 a 2012 estamos siendo testigos de la creación de un nuevo euro. Lejos de ser un activo de valoración y depósito lo más neutro posible se está transformando en vano instrumento de la política de crecimiento y pleno empleo. Poco a poco y sin infringir formalmente la letra de los Tratados, el BCE se está transformando en un banco emisor al estilo de la Reserva Federal y el Banco de Inglaterra, principalmente atento a las necesidades de los gobiernos europeos. El BCE ha dejado de ser independiente.

Beneficios y costes del euro

El euro en su diseño original comportaba interesantes beneficios. Permitía una reducción de los costes de transacción entre los residentes de la UE y por tanto era un refuerzo para la creación de un mercado único en Europa. Además, al extenderse su uso como moneda internacional, suponía importantes ingresos de “señoreaje” para el banco emisor —es decir del margen entre

* Sesión del día 23 de octubre de 2012.

el coste de crear los billetes y apuntes electrónicos del nuevo activo monetario y el valor facial de los mismos.

No clasificaría yo entre sus ventajas el que una moneda única pudiera servir de símbolo político de la unión de los pueblos de Europa. La invasión de la vida financiera por la política tiene desventajas. En este caso, tal invasión llevó a la exigencia de que el euro fuera de uso obligatorio y cualquier fallo en el funcionamiento de la moneda podía poner en peligro la consecución del objetivo más alto de crear una Europa unida. Más funcional habría sido crear una moneda común voluntaria y de curso paralelo a las monedas nacionales, en vez de una moneda única. Además, el que fuera símbolo político ha dificultado la suspensión o expulsión de Estados-miembro incumplidores de sus obligaciones.

Incluso en su diseño originario el euro padecía de grandes defectos. Los principales eran el olvido del paro y los déficits exteriores como indicadores de desequilibrios en los signatarios del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Ambos extremos tiene una relación íntima con la esencia de la creación de una moneda multinacional, como señala la teoría de las zonas monetarias óptimas.

En efecto, las uniones monetarias, que tienen las ventajas que más arriba he señalado, también cargan con costes. Estos costes contrapesan dichas ventajas. Cuanto más plenamente se den en una zona las condiciones para que sea óptima, menores serán los costes que pudieran hacerla desaconsejable. Las diversas partes de una zona pueden someterse a una política monetaria única si tienen la misma estructura económica, o dicho en dialecto bruselense, si han “convergado”. Aunque no fuera así, una zona podría moverse hacia el óptimo si sus precios y salarios fueran en todas partes muy flexibles; y caso de que los salarios fueran rígidos, el óptimo sería alcanzable si un número apreciable de trabajadores en paro de la parte deprimida de la zona estuviera dispuesto a migrar hacia partes más prósperas de la misma.

Otro posible coste de las uniones monetarias es el de los excesos de endeudamiento y gasto de los integrantes menos competitivos de la zona. Por definición, los movimientos de capitales dentro de una UM son instantáneos e incondicionados. En la UME, la financiación de exceso de importaciones de una Grecia o una España, pongamos por caso, serían automáticos e inmediatos. El centro de compensación en nuestra unión monetaria se llama TARGET 2. A través de esta cámara de compensación, los países superavitarios como Alemania se ven forzados a financiar a los deficitarios, sin límite¹. Así se pudo llegar al caso de déficits equivalentes a más del 10% del PIB de algunos países.

¹ Si las monedas de Grecia, España y Alemania fueran diferentes el valor de cada una de ellas ser vería modificado por la oferta y la demanda. En la cámara de compensación las diversas monedas se cotizarían con descuentos (dracma o peseta) o premios (marco alemán). Ello serviría de freno al déficit externo excesivo. Pero en la UM las monedas de todos los países son la misma, con lo cual no hay movimientos en el valor de las monedas que pueda servir de freno a los desequilibrios de las balanzas de pago.

El trilema de Mundell

Antes de explicar la existencia de zonas monetarias nacionales e internacionales por la comparación de los beneficios y costes una moneda común, es necesario explicar los límites a la política económica de los diversos Estados planteados por una unión monetaria con ayuda del llamado “Trilema de Mundell”.

El economista canadiense Robert Mundell fue precisamente quien lanzó al mundo la idea de las “Zonas monetarias óptimas” que estudiaremos en el apartado siguiente. Ahora veremos el modo ingenioso con el que representó las dificultades con que se enfrentan las autoridades en una situación de tipos de cambio fijos—la que es característica de las zonas monetarias.

La idea queda resumida en el siguiente gráfico. El banco central de un país que quiera mantener fijo el tipo de cambio de su moneda respecto de alguna otra, no podrá manejar la cantidad de dinero y los tipos de interés a su antojo, a menos que controle los movimientos de capitales. Un país como Panamá, que ha fijado el cambio del balboa al dólar desde 1903 y que se precia de permitir la libre entrada y salida de capitales, necesariamente carece de política monetaria. Por contra, los tipos de cambio flexibles permiten, tanto una política monetaria autónoma como la libertad de movimiento de capitales.

GRÁFICO 1

El trilema de Mundell



Ejemplo: Si China tiene un tipo de cambio fijo y permite el libre movimiento de capitales, entonces su política monetaria sólo puede aplicarse a mantener fijo el cambio, por lo cual deja de ser autónoma

Fuente: Wikipedia, Archivo: <Impossible trinity es.png> y elaboración propia (bajado 18-10-2012).

Tal es el “trilema” con que se enfrentan los países del euro. Por definición sus tipos de cambio son fijos. Casi desde el inicio de la UE ha habido plena libertad de movimiento de capitales. Luego los Estados-miembro no pueden tener política de tipos de interés propia.

Del triángulo se deduce que en la UM no puede haber sino una política monetaria común para toda la zona, cosa muy difícil de aplicar si los Estados-miembro están lejos de la convergencia y no tienen visos de conseguirla.

Condiciones de una Zona Monetaria Óptima

Una zona monetaria con un tipo de cambio flexible hacia el exterior es óptima cuando sus miembros han convergido de tal manera que la política del banco central (en el caso del BCE) tiene los mismos efectos en toda la región. De otra forma dicho, la dispersión (o varianza) de las tasas de paro será mínima o inexistente y la dispersión o varianza del poder de compra de la moneda común en cada Estado-miembro también será mínima. Así, una política de estabilización creará la misma tasa de paro o la misma caída de precios en toda la zona.

Aunque una zona no sea óptima en este sentido, puede sin embargo funcionar como tal si los precios de los bienes y servicios son muy flexibles. Cuando una política económica restrictiva da lugar a un desempleo especialmente alto en una provincia o estado, la situación puede reajustarse si los salarios son muy flexibles a la baja. Caso de ser los precios y salarios inertes localmente, el remedio puede tomar la forma de una gran disposición de los parados de la región especialmente afectada a emigrar en busca de trabajo.

Todas estas condiciones pueden interpretarse dinámicamente. Una zona monetaria se acercará cada vez más al óptimo si en ella se ahonda en la creación de un mercado único. Igualmente ocurrirá este acercamiento si los mercados de trabajo son flexibles. Por fin, toda mejora del nivel de libre competencia acerca una zona a un óptimo monetario.

Un banco central independiente

La idea inicial del euro era crear algo semejante al patrón oro pero con una mayor flexibilidad para casos de recesión. El euro no quedaría ligado a un metal o al valor de una cesta de bienes que garantizaran su estabilidad, cierto. Sin embargo, el banco emisor tendría marcados sólo dos objetivos excluyentes de cualquier otro: 1) mantener estable el poder de compra de la moneda; 2) garantizar el buen funcionamiento del sistema financiero. Los Tratados garantizaban su completa independencia de los políticos y la política: no podía finan-

ciar los Estados o las instituciones de la UE; no podía suscribir deuda pública en origen; y tenía que evitar toda inflación ateniéndose a una regla de emisión a largo plazo, cualquiera fuera las necesidades financieras de los Estados-miembro. Precisamente para evitar la temida monetización de los déficits públicos, se imponían a los Estados-miembro las Reglas de Maastricht: a) déficits públicos nulos un año con otro, o equivalentes todo lo más al 3%; y b) deuda pública limitada a un equivalente del 60% del PIB.

Estas últimas condiciones, establecidas por presión del gobierno alemán, en el Pacto de Estabilidad y crecimiento de 1997, fueron pronto incumplidas, por Irlanda, Francia y Alemania. Contra Irlanda empezaron a tomarse medidas pero a Francia y Alemania se les extendieron sendas bulas. El Pacto se reformó para ablandarlo (se ha endurecido otra vez después de la crisis).

La crisis ha tenido un efecto de conjunto contraproducente. Ya no puede decirse que el BCE sea independiente. No es sólo que se estén encargando tareas nuevas y cuasi políticas al BCE en el marco de la deseada Unión Bancaria, sin que de hecho el banco está comprando masivamente deuda pública, aunque sea en el mercado secundario. Igualmente, su política de intereses bajos y ampliación del balance indica una actitud complaciente para los Gobiernos en dificultades.

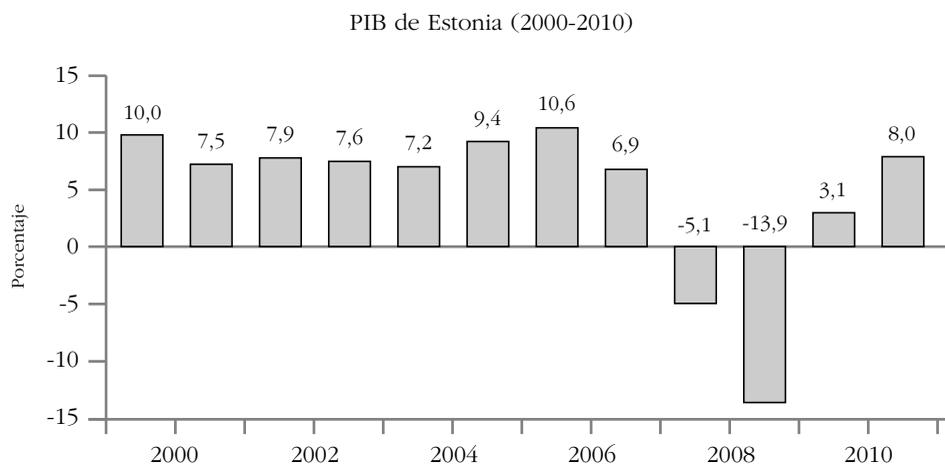
No bail out

Es esencial para el buen funcionamiento de una UM el que no se acabe mostrando indulgencia a los miembros incumplidores. De otra forma cundiría el “riesgo inducido” o, en inglés, “moral hazard”. Como ejemplo de ese tipo de fenómenos diré el efecto que tuvo a principio del siglo XX la decisión de las aseguradoras de San Francisco de cubrir la destrucción de restaurantes chinos por incendio. Menudearon.

Los tres Estados Bálticos, ligados de manera fija al euro por un sistema de caja de emisión, decidieron reequilibrar sus economías a la brava. A los demás países fallidos de la periferia de la UM, desde Irlanda hasta Chipre, se les ha salvado del naufragio con ríos de financiación.

Esa política tan dura pero al final muy eficaz para que los miembros de una UM obedecieran las reglas del euro es la que regía el patrón oro. Los gobiernos tenían que sentir “el santo horror al déficit” si querían mantenerse en el sistema. Es claro que esta norma de “no bail out”, de prohibir el salvamento de los Estados-miembro en dificultades, no se ha aplicado.

GRÁFICO 2

Mantenerse en el euro a la báltica

Fuente: Wikipedia: *Estonia, Real GDP Growth* (bajado 20-10-2012).

Por qué es tan difícil crear una Unión Monetaria en Europa

Una UM basada en un euro fuerte en una Europa como la nuestra conlleva el peligro de llevarla a la disolución. El excesivo poder de los sindicatos en algunas partes (aunque no tanto en el Reino Unido); la dificultad de financiar el Estado de bienestar sin una continua apelación a las emisiones de deuda; el rechazo de un mercado único basado en la validez de la regulación de origen; y el deseo de utilizar el euro como instrumento de unificación política; y los defectos de diseño del euro en origen: Todo ello hace muy difícil crear una moneda única en Europa, según el plan inicial de crear un euro fuerte y sólido.

Un euro permisivo y un BCE político al estilo de EEUU

La crisis ha matado el euro a la alemana. Pese al tradicional temor de los ciudadanos alemanes a la inflación, estamos creando un euro inflacionista al estilo del dólar de EEUU. La gran república americana no tiene horror al déficit público —ya se acerca al 100% del PIB. El dólar se deja caer sin disimulo— suerte que no se ha declarado una guerra de devaluaciones competi-

tivas. La Reserva Federal Fed ya no es independiente del poder político —monetiza la deuda pública sin rebozo. Hace tiempo que se impuso a la *Fed* el doble mandato de evitar el desempleo además de la inflación— y pronto sin duda se fijarán objetivos explícitos de empleo para el gobierno de la política monetaria. Este es el camino que lleva el euro.

Tal degeneración no viene sólo impulsada por la angustia de dar soluciones a la crisis evitando que el euro se rompa. También la fomentan grandes intereses sociales, principalmente el de preservar por algún tiempo más un Estado de Bienestar insostenible en sus actuales dimensiones. Lo más grave es que esta nueva visión de la moneda europea se levanta sobre una base teórica equivocada: es la idea de que se puede impulsar el crecimiento real de las economías con una política monetaria siempre expansiva. El crecimiento productivo nace de otras fuentes: el aumento de los factores de producción, el avance técnico, las mejoras organizativas y políticas; en fin de cuentas, el ahorro y la inversión. En suma, el crecimiento económico nace de factores reales. Es una equivocación poner tanta fe en las políticas monetarias para resolver los problemas económicos de una sociedad. En la época del patrón oro, el tipo de cambio entre las monedas partícipes se mantenía fijo pero las crisis eran breves y el crecimiento muy vivo. No era una zona monetaria óptima pero funcionaba *como si* lo fuera gracias a la flexibilidad de precios y salarios y a la disposición de la gente a emigrar. Al fin y a la postre, los individuos no se dejan engañar por inflaciones de la cantidad de dinero.

La inflación es un peligroso lenitivo, siempre temporal y sintomático. Lloraremos la muerte del euro duro.

