

Los padecimientos del euro

Pedro Schwartz
FAES y Universidad CEU San Pablo

Campus FAES (Navacerrada)
2 de julio de 2011

Objetivos del euro

- Una moneda única para Europa
- Objetivos económicos
 - Una moneda sólida de alcance mundial
 - Reducir los costes de transacción
 - Fomentar la convergencia entre Est-miembro
- Objetivos políticos
 - Simbolizar la Unión de los europeos
 - Pasar de una autoridad monetaria única a una autoridad fiscal unificada

Reglas de Maastricht (1992)

Reglas para acceder al euro

-Estabilidad de los precios: Tasa de inflación armonizada no superior en más de 1,5 puntos porcentuales a la de los tres Estados-miembros con mejor comportamiento.

-Solidez de las finanzas públicas: Déficit público no superior al 3 % del PIB.

-Sostenibilidad de las finanzas públicas:

Deuda pública de referencia: no superior al 60 % del PIB

-Carácter duradero de la convergencia: Tipos de interés a largo plazo no superiores en más de 2 puntos porcentuales al de los tres Estados-miembros con mejor comportamiento en materia de estabilidad de los precios.

Pacto de Estabilidad y Crecimiento

Permanencia en el euro

- **1997**
 - *Solidez de las finanzas públicas:* Déficit público CERO y nunca superior al 3 % del PIB
 - *Sostenibilidad de las finanzas públicas:* Deuda pública de referencia: no superior al 60 % del PIB.
- **2005**
 - Incidente con Irlanda, Portugal, Francia, Alemania
 - Aligeramiento de las exigencias del Pacto.

Los fallos del euro

- ¿Por qué ha fallado el euro tan gravemente en la crisis de 2007 a 2011?
- ¿Eran visibles las fallas por las que el sistema se ha resquebrajado?
- ¿Por qué está siendo tan difícil reencauzarlo?
- ¿Qué valen las propuestas para reparar el euro, especialmente las que piden más unidad política y fiscal en la Unión Europea?

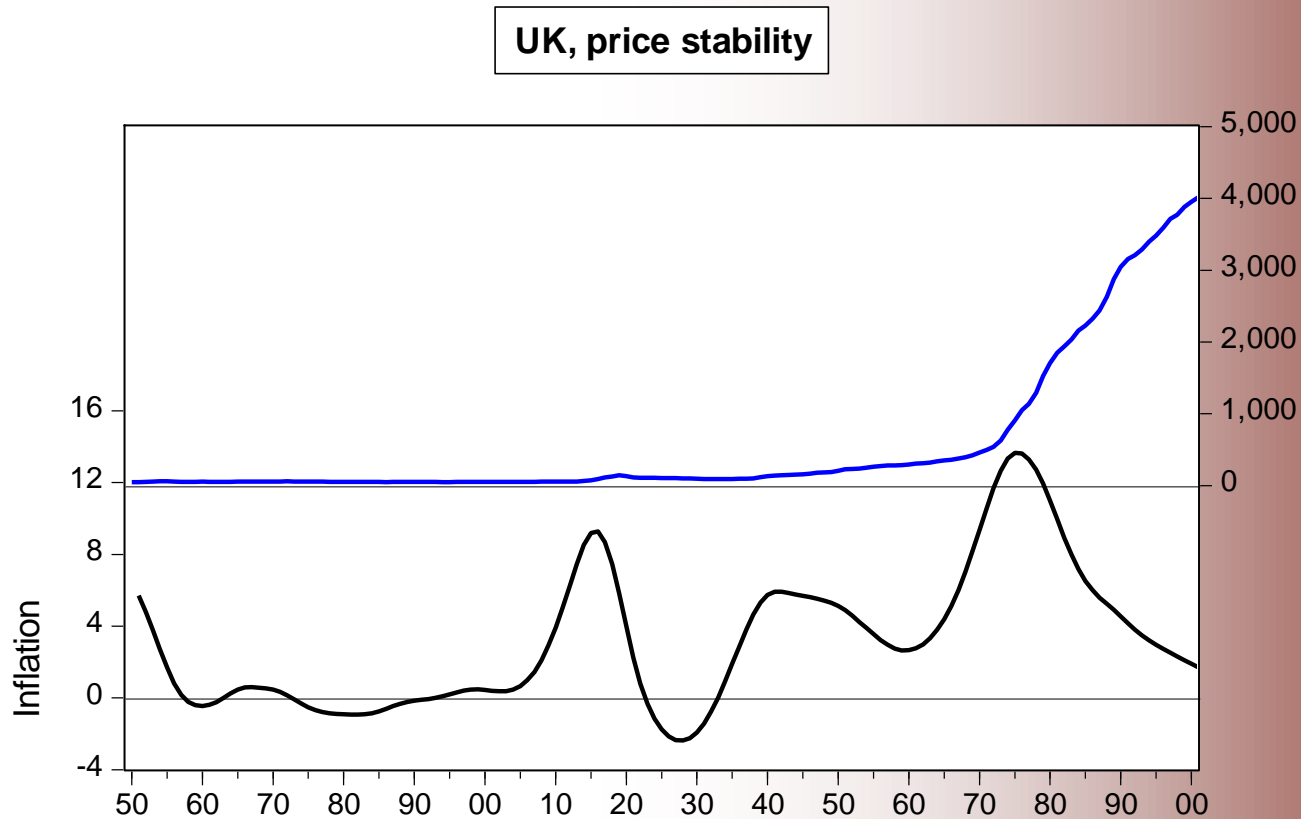
Excursión por el patrón oro

- Dos tipos de patrón oro
 - El patrón oro clásico, con tipos de cambio fijo entre la moneda papel de curso legal y el oro metálico (Banco de Inglaterra)
 - El patrón oro espontáneo o electivo (Milton Friedman en la Mont Pèlerin Society, 1961)
- Sendas reglas de funcionamiento insoslayables
 - En ambos casos: libertad de movimiento de capitales y existencia de un prestamista de última instancia
 - El patrón oro clásico exige presupuestos públicos *siempre* equilibrados
 - El patrón oro electivo necesita se abandone toda imposición de curso legal

El funcionamiento del patrón oro clásico

- La ventanilla-oro en el Banco de Inglaterra
- Los bancos centrales mantenían un cambio fijo de sus billetes de banco con el oro y entre sí
- Gran reserva metálica para mantener la equivalencia de sus billetes con el oro, en momentos de alarma
- Cada banco central, propia política de tipos de interés
 - “*outside drain*”: elevar tipos si déficit en la balanza de pagos
 - “*inside drain*”: inyectar liquidez si había alarma
- Base monetaria gobernada por la balanza de pagos pero tipos de interés nacionales

Evolución de los precios bajo el patrón oro clásico (FUENTE: J. Castañeda, 2011)



Las crisis con patrón oro y con euro

- Bajo el patrón oro, se necesitaba una gran reserva metálica, para poder mantener el cambio fijo del papel con el oro
- En casos de crisis:
 - Prestamista de última instancia (Banca Baring's, 1890)
 - Envíos de oro por Banco de Francia y Banco Imperial de Alemania para contener una carrera contra el Banco de Inglaterra
- Bajo el euro, la moneda única corre peligro si Estados y bancos comerciales encuentran difícil seguir endeudándose
 - Tentación de calmar a los acreedores inflando el dinero

Zonas monetarias óptimas

- Mundell (1961): condiciones para una ZMO
 1. Movilidad laboral a lo largo y ancho de la región
 2. *Unión aduanera con plena movilidad de capital*
 3. Flexibilidad de precios y salarios en toda la región
 4. Mecanismos de transferencia fiscal automática
- Se ansía la convergencia porque entonces bastaría la condición 2., orlada por un libre mercado de servicios
- En la UM sólo se da la 2., lo que sin convergencia de las economías convierte el tipo de interés único en una fuente de perturbaciones

Ventajas del euro

- Una sola moneda en una gran zona comercial
 - Es más transparente la fijación de los precios, al usarse una sola medida de valor
 - Las transacciones son más fáciles, al evitarse muchos cambios de moneda.
 - Si el valor del euro se mantenía estable, la composición de las carteras de activos de individuos y empresas más fácil
 - Si el uso del euro se extendía por el mundo, aumentarían los ingresos por señoreaje
- Uso mundial del euro: señoreaje
- Disciplina monetaria dentro de los países.

- Los países periféricos: tipo de cambio inicial demasiado “favorable” - falso optimismo.
- Francia y Alemania, déficit público excesivo y política de tipos de interés laxa en el BCE.
- Faltó un indicador de flexibilidad del mercado de trabajo (John Major propuso la tasa de paro).
- Los bancos centrales nacionales no vigilaron el endeudamiento de bancos, cajas y familias en el extranjero.
- En países con un gran déficit exterior necesita superávits presupuestarios de hasta el 10% del PIB

Choques transversales

- Difíciles de combatir con el tipo de interés general de una unión monetaria
- Tampoco se alivian con una política fiscal keynesiana en las regiones afectadas
- Varios tipos de choques transversales
 - Imposibilidad de financiar déficits públicos (Grecia)
 - Graves desequilibrios en la balanza de pagos (Finlandia)
 - Burbujas financieras e inmobiliarias (España)
 - Incapacidad de cubrir crisis financiera nacional con el seguro de depósitos (Irlanda)
 - Choques reales que llevan compañías a la quiebra (crisis del petróleo)

La inacabable crisis griega (I)

- Un síntoma del mal diseño del euro
 - Se admitió a Grecia al euro con dos años de retraso e indebidamente.
 - Ahora no se reconoce que es una crisis de insolvencia, no de liquidez.
 - Pone en peligro el euro: el BCE y los bancos europeos se han cargado de mal papel - €347MM en total.
 - La propuesta alemana y francesa de participación “voluntaria” del sector privado (quita del 30% = €270MM).
- Indispensable una quita con bonos garantizados (Bonos Brady)

La inacabable crisis griega (II)

- Sin quita (y no sólo espera) Grecia no volverá a crecer en mucho tiempo
- Los préstamos BCE/FMI no son solución
- Años para que Grecia pueda acudir al mercado
 - Los recortes de gasto aún insuficientes
 - Apenas están empezando a privatizar
 - La recaudación fiscal sigue anémica
 - Sigue sin reducirse el empleo público
 - No pueden soportar los tipos de interés que les exigen
- Afectará a España si no hemos abandonado el pelotón de cola.
- ¿Salida temporal del euro y circulación paralela del dracma? Bajo patrón oro, salida más fácil porque cada país ha mantenido su moneda

Federalismo fiscal o deuda pública europea

- Mundell ya pedía un sistema de transferencias fiscales para Europa.
- Ahora se habla de una autoridad fiscal central.
- Así se repetirían los errores monetarios de los Estados nacionales, multiplicados por Bruselas y el Parlamento de Estrasburgo.
- El mal ejemplo de EEUU
- Creía que se había inventado el euro para unir a los europeos.

Recordemos los fallos del euro

- ¿Por qué ha fallado el euro tan gravemente en la crisis de 2007 a 2011?
- ¿Eran visibles las fallas por las que el sistema se ha resquebrajado?
- ¿Por qué está siendo tan difícil reencauzarlo?
- ¿Qué valen las propuestas para reparar el euro, especialmente las que piden más unidad política y fiscal en la Unión Europea?

Lecciones para quienes creen que la economía se gobierna con el BOE

Dificultad de canalizar el euro

- Los países-miembro encuentran difícil renunciar al déficit y a la emisión de deudas
 - No basta con que el crecimiento de los ingresos sea mayor que los intereses de la deuda (extranjera)
 - La renuncia a emitir deuda subraya la diferencia entre las instituciones públicas y las privadas
- Los choques transversales no aliviados por la carencia de movilidad laboral o de plena flexibilidad de precios y salarios
- No se han mantenido las monedas nacionales aunque atadas por un tipo de cambio fijo

¿Una moneda electiva?

- John Major, propuso la creación del “*hard ecu*” como moneda *común*, no *única*.
- Habría corrido paralelamente a las monedas nacionales de los Estados-miembro.
- Os partícipes en el mercado podrían haber ido adoptándolo en sus contratos y obligaciones.
- Las industrias y actividades menos productivas habrían seguido cotizándose en la moneda nacional “devaluable”.
- La moneda buena desplaza la mala, cuando ésta no es de curso forzoso (Ley de Gresham inversa).

<pedro@pedroschwartz.com>

y en twitter