



# La Unión Monetaria Europea: una visión desde el otro lado del Atlántico

Paul Krugman

Es un honor para mí dirigirme a este grupo de profesionales; estos son tiempos muy interesantes y muy estimulantes para la Unión Europea. Yo represento el punto de vista del otro lado del charco, aunque de algún modo, me parece que la extensión de agua más importante no es el Atlántico, sino el Canal de la Mancha.

En cualquier caso, aquí estoy como la voz anglosajona, y tal vez al ser la voz americana tome más distancia que las personas de la parte del mundo de habla inglesa más cercana. Supongo que mi papel, de hecho, es específicamente el del americano malo, en esta conferencia; es decir la persona que, al venir desde fuera, no entiende las realidades políticas, no tiene sensibilidad en cuanto a las sutilezas de la situación, y por lo tanto dice cosas poco convenientes sobre las posibilidades futuras de Europa. Soy consciente de que éste es mi papel, entonces, espero que ustedes lo entiendan en el espíritu y en la letra, como un papel útil. De vez en cuando, uno necesita que le digan cosas que tal vez alguien más cercano a esta situación no le diría.

Cuando observamos la inminente Unión Monetaria Europea, pienso que ayuda verla desde el punto de vista histórico, para conocer qué pensaba la gente cuando se emprendió este proyecto. La idea de una moneda europea se remonta a mucho tiempo atrás. Pero se convirtió en un proyecto concreto en la segunda mitad de los años ochenta. Es importante, me parece, entender hasta qué punto el mundo y Europa parecían diferentes cuando se contempló esta Unión.

Primero, el período en el que empezó el proyecto de una moneda común era una buena época en Europa. Fue una época en la que la economía europea

parecía volver a la senda expansiva, lo recuerdo de forma muy precisa, porque yo formaba parte de otro proyecto transatlántico, un informe sobre problemas de crecimiento lento y paro elevado en Europa, preparado por la Institución Perkins. Cuando presentamos algunos de los resultados de este informe, me parece que a finales de 1986, la Unión Europea nos dijo *“ustedes están retrasados, están hablando del pasado, pero ahora las cosas se están moviendo, la euroesclerosis forma parte del pasado”*; y durante unos cuantos años, este pareció ser el caso, y fue durante estos años cuando se lanzó el proyecto de una moneda común.

En aquel tiempo, cuando se planteó la moneda común, hubo un gran optimismo sobre las posibilidades europeas, existía, si puedo decirlo así, una especie de romance de la idea europea, del concepto de la integración europea, en todas sus dimensiones. Un romance que era algo que no sólo cautivó a los europeos; recuerdo estar yo mismo algo atrapado en él. Volví a comprobar si lo había recordado correctamente, y consulté el libro de mi colega Lester Ferraud: *Head to Head* (Cabeza contra cabeza) que fue un gran *best-seller* internacional a principios de los años noventa, en el que proclamaba que el siglo XXI le pertenecería a la Casa de Europa, y también proclamaba que en los siguientes cinco años —este libro, como he dicho, fue escrito hacia 1990— Europa se desplazaría hacia el pleno empleo.

Entonces existía un gran optimismo sobre la situación europea, y, al mismo tiempo, un recuerdo muy vívido de los problemas particulares de la primera mitad de los ochenta y la segunda mitad de los setenta: problemas de inflación, de políticas gubernamentales irresponsables, de los que parecía que Europa había emergido. Parecía, en aquel entonces, que esto daría

lugar a un proyecto de integración europea aún más amplio, es decir la moneda única europea.

Quisiera decir que, incluso entonces, el razonamiento económico para dar este paso era bastante cuestionable, basándonos en unas observaciones generales. Me permito ofrecerles un paralelo a la situación europea que tal vez no les sea familiar. Piensen en la situación de Canadá, país a menudo olvidado, pero que comercia más con los Estados Unidos, en cuanto a porcentaje de su PIB, que los cuatro mayores países europeos con el resto de Europa. Canadá no siente que el proyecto de un tipo de cambio fijo con los Estados Unidos —y menos de una moneda común— sea un tema urgente. Algunos, en Canadá, lo defienden, otros no, pero no parece una preocupación económica de primera línea. Es notable que los países europeos se planteen este proyecto de moneda única para que se convierta no sólo en algo que podría ser una buena idea, sino en el centro de la política económica, la preocupación mayor de la política económica durante esta década.

Me parece que más allá de las razones políticas, existen tres razones por las que a finales de los ochenta, parecía tan atractivo el proyecto de la UE. Una de ellas era simplemente el mecanismo de tipos de cambio; el Sistema Monetario Europeo había demostrado ser inesperadamente duradero. Pienso que todos estaban sorprendidos de comprobar hasta qué punto los países europeos estaban deseosos de respetar la disciplina necesaria para mantener tipos de cambio estables. A finales de los ochenta, la estabilidad del Sistema Monetario Europeo fue una enorme sorpresa y la razón por la que muchos pensaban que el coste, es decir la falta de flexibilidad que conllevaría una moneda común, no era realmente serio.

Una segunda razón fue que los países europeos consideraban la estabilidad de los tipos de cambio como una defensa vital contra la inflación. Europa había tenido problemas muy serios de inflación; de hecho, a finales de los ochenta, el Reino Unido sufrió brevemente una vuelta a una elevada inflación y, por lo tanto, Europa era consciente de que la inflación podía ser un problema, y el Sistema Monetario Europeo pareció ser la clave para conseguir un bajo crecimiento de los precios en Europa; así que la gente parecía pensar en todos los temas monetarios según el tipo de credibilidad que esto le daba a uno para combatir la inflación.

Finalmente, hubo una creencia, debida en gran parte a la experiencia de finales de los ochenta, de que la integración europea era el motor del creci-

miento. ¿Qué pasó, a finales de los ochenta, cuando las economías europeas conocieron un período de crecimiento rápido? Como las cifras del paro experimentaron una disminución, se pensó que esto se debía al Mercado Único, a 1992. En retrospectiva, vemos que se trataba de una mejora en el ciclo económico, bastante parecida a otras anteriores; pero en aquel entonces se solía pensar: “Esto es lo que puede hacer la idea europea para la economía europea”.

De ello hace ya mucho tiempo, y la razón por la que vuelvo sobre esta época de la historia, es para recordarles cuánto tiempo ha pasado desde que se establecieron los fundamentos de este proyecto de Unidad Monetaria Europea, y hasta qué punto la idea europea de una moneda común se basaba en unas experiencias que hoy en día parecen muy anticuadas.

¿Qué hemos aprendido en esta década, desde que se ultimó este proyecto? Las lecciones de los noventa, diría yo, son, en su conjunto, bastante diferentes de aquellas en las que creía la gente en los ochenta.

Lo primero que hemos aprendido es que, al contrario de lo que pensaba mucha gente, a finales de los ochenta, la flexibilidad de los tipos de cambio, por lo menos para los países más grandes, sigue siendo útil. Es decir, si vemos los países que fueron incapaces de mantener sus tipos estables, en 1992, se consideró ampliamente que estos países habían fracasado en su habilidad de mantener tipos de cambio fijos, en la crisis del citado año. Y vean lo que pasó en los siguientes tres o cuatro años; es indiscutible que los países que fracasaron salieron adelante mejor que los países que lo habían logrado. Ninguna de las terribles cosas que se supone pasaría a los países que hubieran dejado que se depreciara su moneda, pasó. Los británicos que salieron del mecanismo de tipos de cambio sufrieron una gran depreciación de la libra en relación con el marco alemán, sin embargo no sufrieron una subida de inflación, no vieron su credibilidad menguar y crecer sus tipos de interés a largo plazo, sino al revés, vieron bajar el desempleo y crecer su economía, como lo que se supone que debía hacer la devaluación según los libros de texto.

Por lo tanto, la experiencia de los noventa no corrobora el punto de vista de que no conllevan costes el tipo de cambio fijo o la moneda común. Al contrario, sugirieron que la vieja idea que defiende la flexibilidad sigue allí.

Lo segundo que ha cambiado es que una inflación sería ya forma parte del pasado. Todos tienen una in-

flación muy baja, precios más o menos estables, incluso los países que no han tenido una disciplina externa. El Reino Unido tiene una inflación baja, Canadá y Estados Unidos también; Japón tiene deflación. Éste no es un mundo en el que los problemas de bancos y de tesorerías fuera de control son una amenaza tangible en nuestras mentes, como lo fueron cuando se firmó Maastricht, y como lo siguen siendo en la retórica de la Unión Monetaria Europea.

Lo último que hemos aprendido es que la integración como tal no sirve de motor para el crecimiento. Aquel informe que escribí con otros analistas en 1986 sobre los problemas de euroesclerosis parece bastante contemporáneo. La idea que se tenía en Europa de que el proceso de integración y el paso hacia un Mercado Único habían finalmente logrado el avance de Europa resultó ser una pequeña caída del incremento a largo plazo del índice de paro. Lo cual no quiere decir que la integración sea algo malo, pero las esperanzas que provocó el proyecto de moneda común no se vieron confirmadas.

Muchos funcionarios de los bancos centrales y los gobiernos europeos dirán: "Pero hemos tenido un logro muy importante aquí en Europa, ya que hemos conseguido una década de estabilidad en los tipos de cambio en un espacio muy amplio". Y esto es cierto, se trata de un logro espectacular; yo no hubiera pensado, en 1987, que los países europeos pudieran mantener unos tipos de cambio tan estables durante tanto tiempo frente a unos desarrollos económicos tan adversos. Es un testimonio de su compromiso con la idea. El que se trate de un logro económico es otra cuestión; el tipo de cambio es un medio, no un fin, y hemos tenido un control muy eficaz de los tipos de cambio en paralelo con un paro muy alto, y un crecimiento muy decepcionante.

En todos los indicadores de actividad, las economías de esta zona de cambio fijo se han comportado muy mal, han conseguido pésimos resultados. El mantenimiento de la estabilidad de los tipos de cambio es magnífico, pero no estoy seguro de que sea un éxito de la política económica.

¿Qué quiere decir todo esto, ahora que nos estamos dirigiendo hacia la Unión Monetaria Europea? No juzgo la política, en este caso, no sé qué pasará, no sé quién será el primer gobernador del Banco Central Europeo; pero me parece que podemos decir algunas cosas sobre lo que va a pasar en los primeros años de la moneda única, y pienso que es muy importante para nosotros preguntarnos cómo funcionará y dónde se encuentran los peligros más serios.

Les diré que, en el mejor de los casos, veo con toda probabilidad que el euro será una gran desilusión; es decir que lo mejor que pueda decir uno, es que no va a cambiar gran cosa, que después de siete años de la disciplina de Maastricht, Europa llegará por fin a la tierra prometida, para descubrir que ésta es exactamente como la Europa bajo Maastricht; que el índice de paro sigue estando por encima del 10 por 100, que ya no hay trabajo, que el crecimiento sigue estando en el 2 por 100 de media anual, que tal vez el euro sea una divisa internacional, pero ¿tiene alguna importancia para alguien, aparte de los bancos centrales? Será una situación en la que se le ha dicho al público que tenía que aceptar todas estas medidas de austeridad para alcanzar el gran objetivo de la Unión Monetaria Europea, y éste se preguntará: "¿Y qué se suponía que obtendríamos nosotros de todo esto?". Incluso la disciplina de Maastricht no podrá relajarse, ya que el Pacto de Estabilidad requerirá unas políticas fiscales siempre muy ajustadas en toda Europa.

Como dije, éste es el mejor de los casos, en el que no cambia nada. Es muy probable, pienso, que los primeros años de la unión monetaria europea sean peores que los años de Maastricht; y lo digo por un par de razones.

La primera es que los choques idiosincrásicos, las mismas palabras que usaba el señor Duisenberg, sigan muy probablemente existiendo; seguirá habiendo situaciones en las que algunos países europeos conozcan unas condiciones de prosperidad repentina, por lo menos para las normas europeas, mientras otros estén en depresión. Existe casi un catecismo según el cual la reunificación alemana fue el último amplio choque idiosincrásico que sufrió Europa, y no volverá a pasar nada como aquello. Primero, a veces lo llamamos la *tesis Fukuyama de la Unión Monetaria Europea*; él es el hombre que escribió el famoso libro *The End of History* (El final de la Historia). La historia no acabará el 1 de enero de 1999.

Más específicamente, habrá una fuente bastante potente de choques idiosincrásicos. Cuando Europa intente finalmente vencer el problema de la euroesclerosis, cuando Europa intente emprender el tipo de reformas estructurales verdaderamente necesarias para reducir los índices de paro, los países, debido a sus diferentes sistemas políticos, debido a sus diferentes tendencias ideológicas, debido a sus diferentes puntos de vista sobre la economía, seguirán este camino con ritmos muy diferentes. Y aquellos que hayan conseguido acometer las reformas necesarias tenderán a unas economías prósperas, mientras aquellos que no lo hayan conseguido sufrirán una depresión.

Y podemos observar este proceso actualmente. Observen Gran Bretaña en la que, a pesar del hecho de que se beneficiara considerablemente de la devaluación de la libra en 1992, ahora tiene su divisa el mismo valor aproximadamente, en relación con el marco alemán, que el que tenía antes de la crisis de 1992. Gran Bretaña literalmente ha apreciado su moneda de nuevo hasta más o menos su tipo de cambio de antes de la crisis. Pero la economía inglesa está prosperando; de hecho, las economías británica y holandesa son las únicas economías en Europa en las que están apareciendo unos cuantos signos de inflación.

¿Por qué? Bueno, básicamente debido al legado de Margaret Thatcher, Gran Bretaña acometió, por muy duro y crudo que fuera, el tipo de reformas estructurales todavía no emprendidas por la Europa continental. Ahora Gran Bretaña se encuentra en una etapa muy diferente del ciclo económico que el resto de Europa. Esto significa que la política monetaria actualmente apropiada para Gran Bretaña es muy diferente de la que sería apropiada actualmente para Francia. Los británicos deberían endurecerla, y los franceses deberían relajarla. Este tipo de cosas seguirá pasando. Existirán movimientos muy diferenciadores en las reformas económicas y, por lo tanto, divergencias muy importantes en las economías europeas.

¿Cuál es la respuesta de la Unión Monetaria Europea a estos choques idiosincrásicos? Bueno, el señor Duisenberg nos ha dicho hoy, y sugirió que aunque la política fiscal activa normal esté descartada por el Pacto de Estabilidad, si los países son lo bastante disciplinados para que en circunstancias normales no sea vinculante dicho acuerdo, entonces, los estabilizadores automáticos de sus sistemas fiscales harán de colchón contra los choques idiosincrásicos. Ésta es una respuesta muy indirecta y débil, lo que podría ser un problema muy grave.

Una tercera razón por la que los primeros años de la moneda única serán muy probablemente decepcionantes, es que existirá una presión muy fuerte sobre el nuevo Banco Central Europeo para que, por así decirlo, sea más alemán que los propios alemanes, para demostrar su credibilidad a través de una política muy dura. En particular, en el curso normal de los acontecimientos, surgirá una inflación moderada en algunos países europeos, precios estables o incluso deflación en algunos otros, y este Banco Central deberá dirigirse hacia una estabilización de los precios, o un índice bajo de inflación en el conjunto de Europa.

Me cuesta creer que el Banco Central Europeo sea capaz de hacerlo. Yo creo que si existe inflación en cualquier sitio —especialmente, por cierto, claro, si hay inflación en Alemania—, el Banco Central Europeo se sentirá obligado a endurecer su política monetaria; lo que significará una política muy deflacionista para Europa, en su conjunto, empeorando su situación.

Si no me equivoco sobre todo esto, llegará una vuelta de manivela política en contra de la Unión Monetaria. Me cuesta creer que no habrá lo que llamamos en Estados Unidos *Buyer's regret* (el arrepentimiento del comprador) después de la creación de la moneda común; después de las celebraciones, habrá gente mirando a su alrededor que dirá: ¿Esto es lo que estábamos buscando? ¿Esto es hacia lo que íbamos?

Esta vuelta de manivela en sí probablemente no llegue a quebrar la Unión Monetaria, pero existe una posibilidad que me preocupa mucho y que los funcionarios europeos contemplan como algo impensable aunque yo pienso que ellos prefieren no considerarlo; se trata de lo siguiente: existirá una Unión Monetaria Europea, en principio, el 1 de enero de 1999; no existirá una Unión Monetaria Europea en la realidad hasta que sólo tengan ustedes billetes europeos en su cartera; y habrá un interregno extendido durante el que seguirán existiendo las monedas nacionales.

Esto puede parecer un detalle sin importancia; si usted habla con funcionarios, por lo menos en público, esto es lo que le dirán: "Se trata de un detalle sin importancia, es un asunto técnico". Pero si uno empieza a pensar sobre lo que podría implicar, entonces, ya no se trataría de un detalle sin importancia.

Supongan... les voy a dar la lógica de una crisis post-1999, supongamos que la gente, cuando digo "la gente" quiero decir inversores ¡Georges Soros!, supongamos que la gente empiece a suponer que existe alguna posibilidad de que algún país pueda desear salirse de la Unión Monetaria Europea, cosa que técnicamente será posible, siempre que sigan existiendo monedas separadas; no haría falta cerrar las fronteras o nada por el estilo, bastaría con publicar un decreto diciendo "Lo sentimos, pero abrogamos el Tratado", y podría hacerlo saliéndose de la moneda única. No es necesario *crear* que esto vaya a pasar, sólo basta con pensar que se trata de una pequeña posibilidad de que pueda acontecer.

En este caso, también se supone que la deuda del país, la deuda pública nacional e incluso otra deuda

en el país, aunque se haya contratado en euros, en realidad se devolverá en la moneda nacional; entonces, supongamos que ustedes tienen aunque sea la menor suspicacia de que el franco, de una forma u otra se vaya a desvincular del marco y caiga frente a él. Lo que querrán hacer los individuos será cambiar la deuda pública francesa por la deuda pública alemana. Pero, bajo las líneas políticas del Sistema Europeo de Bancos Centrales, suele existir un tipo de interés común en los dos países y también intervenciones para mantener los tipos de cambio con los bancos centrales nacionales que son los que proporcionarán la moneda solicitada.

Y si lo analizamos en profundidad, vemos que mientras los inversores privados intentan cambiarse de la deuda francesa a la deuda alemana, los bancos centrales están obligados a ayudarlos para que puedan hacerlo, y como transacción de compensación, el Bundesbank se deshace de sus propias participaciones en la deuda alemana y presenta reclamaciones al Banco Central Europeo, mientras el Banco Central de Francia se dedica a comprar la deuda pública francesa, llevando a cabo la adquisición de obligaciones en el Banco Central Europeo. El resultado: Alemania estará prestándole dinero a Francia para mantener los tipos de interés fijos y los tipos de cambio fijos.

Y si se preguntan ¿cuánto se les puede pedir a los alemanes que hagan según las reglas del juego? la respuesta es que se les puede pedir que presten el valor entero de la deuda francesa nacional. ¡Esta es la estricta lógica! Pero claro, esto no va a pasar; la cuestión es ¿cómo se puede hacer para que no pase?

Y existen varias formas de hacerlo. Una de ellas es romper la Unión Monetaria; la otra es empezar teniendo diferentes tipos de interés entre los países de la Unión Monetaria. En aquel momento, las cosas se ponen feas.

Primero, la reacción política del público, que dirá "pero bueno, ¿no teníamos una moneda común? ¿Cómo puede ser que ahora tengamos tipos de interés diferentes? es difícil imaginar; y luego, aunque esto se pueda imaginar, aparece la lógica habitual de la crisis de la moneda en la que la presión debida a los tipos de interés refuerza la presión debida a cualquiera que sea lo que llevó a cierto escepticismo acerca de los tipos de cambio fijos.

Entonces, no digo que deba suceder esto, pero es cierto que se trata de algo que no se ha previsto para nada. No ha habido ninguna discusión sobre la postura a adoptar en caso de que ocurriera este tipo de

crisis; y el riesgo de algo parecido a 1992, pero mucho más importante que entonces y políticamente mucho más destructivo se encuentra con toda seguridad en los tres años posteriores a la instauración de la Unión Monetaria.

Sin embargo, yo no veo de ninguna forma cómo los países de la Unión Europea podrían salirse de este proyecto ahora. Llegará el 1 de enero de 1999, y el único país que tiene una política segura es el Reino Unido, que se quedará a un lado y verá si mi pronóstico se hace realidad o si funciona la Unión Monetaria, y decide ingresar en ella.

Y ¿qué pasa con el continente europeo?, ¿qué se puede hacer?

Lo primero que se debe hacer es ejercer toda la presión moral posible sobre el Banco Central Europeo para que no insista en ser más alemán que los alemanes. El riesgo de crisis será mucho menor si las condiciones económicas son lo bastante buenas como para que la presión por salir sea menor.

También debería hacerse algo para relajar las limitaciones que supone el Pacto de Estabilidad; también allí, y por las mismas razones, más vale que estos años posteriores a 1999 sean, por lo menos, años de prosperidad moderada, si no queremos ver ocurrir una catástrofe. Es necesario que alguien esté pensando de forma interna, y posiblemente dando señales discretas al mundo externo sobre lo que pasaría en el caso de un ataque especulativo a la Unión Monetaria Europea. Será necesario si existe la menor duda sobre la sostenibilidad de la moneda única; será necesario tener diferentes tipos de interés dentro de la Unión Monetaria Europea; y si no es aceptado ni siquiera como una posibilidad sobre la que se pudiera reflexionar, entonces, esta crisis, si ocurre, se desarrollará demasiado rápido para llevar a cabo cualquier discusión o acción razonable.

Y por fin, todo esto estaría mucho mejor si Europa llevara a cabo reformas estructurales, si los gobiernos europeos decidieran terminar con la euroesclerosis.

Les daré un último pensamiento americano malo. Los tres mayores problemas económicos de Europa son el paro, el paro y el paro. Nada más tiene mucha importancia al lado de ello. El sistema político europeo se ha negado constantemente a intentar enfrentarse seriamente al problema del desempleo; tal vez se deba al hecho de que las cosas que son necesarias hacer son demasiado difíciles, filosóficamente incómodas, o si prefieren, demasiado anglosajonas

para llevarse a cabo. Sin embargo, hace falta llevarlas a cabo. Todo el proyecto de integración europea, quiero decir el Mercado Único así como la Unión Monetaria Europea han representado, según mi punto de vista, en gran medida, una especie de magnífica evasiva al problema de la euroesclerosis, la búsqueda de una solución europea que evitara la necesidad de re-

formas internas; me parece que se han perdido trece años en esta gran evasiva.

Lo mejor que puede hacer Europa, para hacer posible el éxito del euro y para hacer posible el éxito de Europa, sería dejar de evadir el problema y emprender una radical reforma interna estructural.