

Discursos pronunciados en el Acto de Investidura  
del Profesor  
**Paul De Grauwe**  
como  
Doctor Honoris Causa por la Universidad de Murcia

**Murcia**  
**7 de octubre de 2022**

Universidad de Murcia  
Servicio de Publicaciones, 2022

Depósito Legal: MU 890 – 2022

Imprime: Servicio de Publicaciones





## ÍNDICE

José García Solanes, <i>Laudatio in honorem</i> del doctor Paul de Grauwe .....	9
Paul de Grauwe discurso de Investidura como Doctor Honoris Causa .....	15
Traducción al castellano del discurso de Investidura como Doctor Honoris Causa .....	29



**José García Solanes**

*Laudatio in Honorem del doctor*

*Paul de Grauwe*



*Excmo. Sr. Rector Magnífico de la Universidad de Murcia*  
*Excelentísimas e Ilustrísimas autoridades*  
*Miembros de la Comunidad Universitaria*  
*Sras. y Sres.*

Para mí, en tanto que profesor e investigador de Macroeconomía internacional, es un gran placer y un honor estar presente en este Salón de Actos de mi Facultad participando en la investidura del Profesor Paul De Grauwe como doctor Honoris Causa por la Universidad de Murcia.

Conocí al Profesor De Grauwe en 1974 durante mi estancia en la Universidad Libre de Bruselas, y desde entonces hemos mantenido frecuentes contactos. En varias ocasiones he tenido la ocasión de glosar algunos de los múltiples méritos de este brillante profesor e investigador. La última vez fue en el día que defendí la propuesta de esta investidura en el Claustro Universitario. Hoy me toca hacer algo similar, pero con su presencia y ante un auditorio si cabe más amplio y especializado en Economía. Se trata de un acto emotivo e inolvidable para mí, un broche extraordinario para mi etapa investigadora y docente en mi querida Universidad de Murcia.

Permítanme, pues, que resalte algunas de las aportaciones del Profesor De Grauwe a la ciencia económica, y les explique el modo como él concibe la ciencia económica y el papel de las autoridades económicas, sin olvidarnos de sus relaciones con nuestra Universidad:





Paul De Grauwe Nació en Ukkel (Bélgica), y se formó en la Catholic University of Leuven (Grado de Economía, 1969) y en la John Hopkins University (Doctorado, 1974). De su curriculum destaco los siguientes aspectos:

### **1. Empleos académicos**

Ha sido Profesor de Economía Internacional desde 1974 hasta ahora. La mayor parte de su carrera docente tuvo lugar en la *Catholic University of Leuven*, donde enseñó hasta 2011. En el año siguiente, fue contratado por la *London School of Economics*, donde hasta la actualidad ostenta la Cátedra John Paulson de Economía Política Europea. La LSE acogió a Paul cuando el sistema educativo belga le obligó a jubilarse en su país. El Profesor De Grauwe impartió docencia, además, en 15 otras universidades e institutos universitarios de gran prestigio.

### **2. Miembro de los Comités editoriales de 7 revistas punteras en economía.**

Por citar algunas de estas revistas: *The World Economy*, *Empirica*, *International Finance*, *Nonlinear Dynamics and Econometrics*.

### **3. Investigador visitante y/o asesor económico.**

- En organismos internacionales, como el FMI y en el Banco Central de Japón, la FED, y el BCE.
- Miembro de la Real Academia de Ciencias y Artes de Bélgica.
- Director del grupo de investigación de economía internacional de los siguientes centros de investigación: CPS (Bruselas), CEPR (Londres) y CESifo (Múnich).
- Miembro del Grupo de Análisis de Política Económica, asesor del Presidente Joao Barroso de la Comisión Europea, 2005-2010.

### **4. Doctor Honoris Causa por 5 Universidades, concedidos entre 1999 y 2016:**

- Sankt Gallen (Suiza)
- Turku (Finlandia)
- Génova (Italia)
- Valencia (España)
- Maastricht (Holanda)

## 5. Desempeño en la política

Fue Senador y presidente del Comité de Economía y Finanzas del Parlamento de Bélgica: 1991-2003.

## 6. Publicaciones:

Ha publicado varios libros en editoriales mundiales punteras en Economía internacional, entre los que yo destaco tres:

- *Economics of Monetary Union*, Oxford University Press, 14 edition, 2022. (Traducido a 11 idiomas).
- *Macroeconomic Theory for the Open Economy*, Glower, 1983.
- *The Limits of the Market*, Oxford University Press, 2017.

Ha publicado, además, más de 300 artículos, muchos de ellos en revistas punteras de Economía. Por citar solo algunas: *The Review of Economics and Statistics*, *European Journal of Political Economy*, *Journal of International Economics*, *European Economic Review*, *Journal of Monetary Economics*, *Empirica*, *Kyklos*, *The World Economy*.....

## 7. Vocación universitaria y visión de la economía.

El Profesor Paul De Grauwe ha demostrado una gran vocación universitaria. La prueba más palmaria es que, tras ser obligado a jubilarse en el sistema universitario de Bélgica, hace 11 años, aceptó una Cátedra en la London School of Economics, donde sigue desempeñando su trabajo docente e investigador, y cosechando distinciones internacionales.

El profesor e investigador De Grauwe concibe la Economía como una ciencia al servicio del bienestar humano y social. Por eso, es defensor de las políticas activas de los gobiernos y de los bancos centrales para mejorar el funcionamiento de las economías de mercado y los resultados económicos para toda la sociedad.

En 1998, en un artículo publicado en el Financial Times (20 de febrero), anticipó la burbuja inmobiliaria, su estallido en 2008-2011, y la subsiguiente crisis bancaria que sobrevino en España después de 9 años de formar parte de la UEM. El análisis de la predicción se basó en las restricciones económicas que impone una unión monetaria y en los movimientos de capitales que ésta alimenta durante los primeros años de funcionamiento. Estos flujos financieros se dirigen principalmente al sector inmobiliario y hacen crecer una burbuja que acaba estallando, dando lugar





a crisis bancaria y de deuda soberana. Para los interesados en esta predicción, les recomiendo vivamente los comentarios de Luis Garicano publicados en Nada es Gratis, 28 abril de 2011.

Varios analistas otorgan a Paul De Grauwe la paternidad de la estrategia de expansión cuantitativa (QE por sus siglas en inglés) de los bancos centrales para resolver el problema de la deuda soberana devenida en 2011. Además, el profesor De Grauwe es autor de muchas contribuciones para fortalecer la UEM, salvar el euro, e intensificar la cohesión entre los países miembros.

Finalmente, Paul De Grauwe siempre ha estado en muy buena disposición cuando hemos solicitado su presencia en la Universidad de Murcia, en la Universidad del Mar, y en las Jornadas de Economía Internacional y en los Encuentros de Economía Aplicada, como conferenciante principal; y ha sido muy receptivo en admitir estudiantes, investigadores y profesores de nuestra Universidad en los centros en los que él ha estado trabajando.

Por todo ello, damos de nuevo la bienvenida de Paul De Grauwe a la UMU, y nos sentimos muy honrados de poder incorporarlo al Claustro de nuestra Universidad, otorgándole el título de Doctor Honoris Causa como máxima distinción por sus múltiples contribuciones a la economía y por los vínculos y ayuda que siempre ha prestado a nuestra Universidad. Con la seguridad de que, al hacerlo así, elevamos el nivel científico social y ético de nuestra querida institución.

Muchas gracias por su asistencia y atención.

**Paul De Grauwe**

***THE END OF EUROZONE FRAGILITY?***

Palabras pronunciadas por el profesor  
Dr. D. Paul De Grauwe  
con motivo de su investidura como  
*Doctor Honoris Causa* por la  
Universidad de Murcia



*Honourable Rector Magnificus  
Members of the University Community,  
Ladies and Gentlemen*

It is a great honour for me to receive today the degree of Honorary Doctor from the University of Murcia. Receiving an honorary degree is not only an honour, it is also a source of encouragement for an academic researcher like me to persevere in his quest for the truth. That's why I am so grateful, also to my colleagues and friends at the University of Murcia for having nominated me to become Honorary Doctor at their alma mater.

I started my academic career in 1975 at the University of Leuven in Belgium where I taught International Economics during more than 30 years. It was a source of great joy to teach generations of students the basics of international economics and to make them aware that the source of their material welfare was to be found in international trade and specialization. I interrupted my academic career during about 10 years to become a member of the Belgian parliament, where I found out that I would never be a good politician. This led me to return to the University of Leuven. When I was supposed to retire at 65 I found out that I still had enough intellectual power and I decided to have a second academic career at the London School of Economics where I am now teaching the political economy of monetary unions. During all these years I took the opportunities to accept visiting positions at many universities and central banks that enriched my intellectual outlook.

My research interests have always been focused on issues relating to international economics and macroeconomics. This has led me to work in three areas. The first one was exchange rate economics. I quickly found out that the efficiency hypothesis does not apply to the foreign exchange markets. The latter





are characterized by excess volatility that cannot be explained by underlying fundamentals. This led me to develop a chaotic model of the foreign exchange markets that allowed me to better understand its speculative dynamics.

From the early 1990s on the focus of my research turned to the analysis of monetary unions. This led me to write a textbook “The Economics of Monetary Union” that is now in its 14<sup>th</sup> edition and has been translated in ten languages. My research also led me to the conclusion that the Eurozone is a fragile construction and would have to be supported by the European Central Bank, acting as lender of last resort in the government bond markets. It took a while for the ECB to accept this, but in 2012 when the eurozone was close to collapsing it took this role upon itself just in time to save it.

Finally, in the early 2000s I discovered that the standard macroeconomic models based on rational expectations were deficient. This led me to develop a behavioural macroeconomic model which takes the view that individuals do not understand the complexity of the economy and therefore use simple rules of behaviour and learn from their mistakes. This model generates endogenous business cycles that are driven by movements of optimism and pessimism (animal spirits) and that require active stabilization by the central bank. I am trying hard to convince my colleague-economists that this is the right way to model the macroeconomy.

I am pleased to present my research speech, related to the economic and institutional problems of the eurozone.

# The End of Eurozone Fragility?

## 1. Introduction

Ten years ago, the Eurozone was close to collapsing. During 2012 it became a popular sport to forecast the date when the system would crash, and the euro would disappear. In those days, when the sovereign debt crisis hit the Eurozone, we learned that the system is fragile and that relatively small shocks could lead to its disintegration.

In this lecture I take up this fragility problem of the Eurozone. I will discuss first what the origin is of this fragility. Then I will look at the history of this fragility and I will analyze what was done to the governance of the Eurozone during its history to reduce its fragility. I will conclude with the question: have we done enough to strengthen the Eurozone so that we can now be sure it is strong enough to face future crises, in particular the inflation crisis that we experience today?

## 2. Defining fragility

The eurozone is a fragile construction. Where does this fragility come from?

Governments of the member countries of a monetary union issue bonds which they promise to convert at maturity in a currency, the euro, over which they have no control. It is as if each of these governments issue debt in a foreign currency. Like the Argentinian government when it issues bonds in dollars, a currency that this government does not control.

As a result, the governments of a monetary union cannot give a 100% guarantee to the bondholders that they will have the necessary liquidity to pay them out at maturity. The risk that governments can run out of cash in a monetary union creates the potential for self-fulfilling liquidity crises: investors who are afraid that the government may run out of cash, panic and massively sell that government's bonds, thereby precipitating the liquidity crisis they were afraid of. Such a crisis may force the government to default on its debt.

This problem does not exist in standalone countries where governments issue debt in their own currency. Take the case of the United Kingdom. Investors know that the UK government will never run out of cash, because the Bank of England is ready to provide all the cash that is necessary to the UK





government in times of crises. And if the Governor of the Bank of England were to refuse to provide cash he would surely be fired. Self-fulfilling liquidity crises in government bond markets cannot arise in standalone countries.

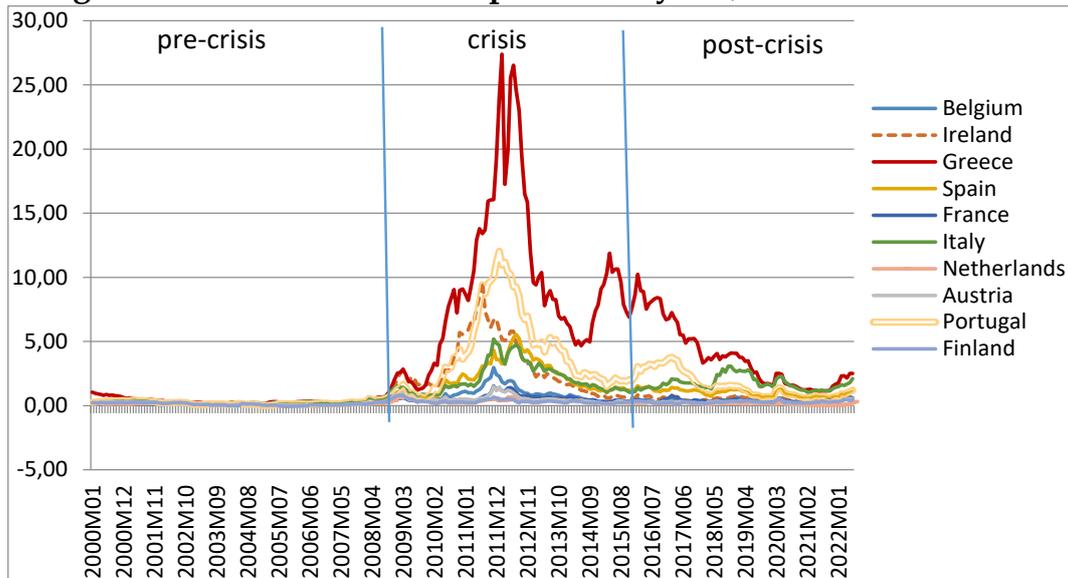
Thus, investors cannot force default on standalone country's government. They can force default of national governments in a monetary union; an extraordinary implication of a monetary union that was overlooked when the Eurozone was created. This also implies that the balance of power shifted in favour of financial markets against the sovereigns when countries joined the monetary union. A paradoxical situation because we thought that being in a union would make the member countries stronger. Exactly the opposite occurred: by entering the monetary union the governments of the member countries were weakened while the power of financial markets over these governments increased.

How has this fragility of the Eurozone evolved over time? This is the question I want to analyze now.

### **3. The history of the Eurozone's fragility**

The best measures of the fragility of the Eurozone are the 'spreads' in the government bond markets. These are the differences in the 10-year government bond yields of member countries with the 10-year government bond yield of Germany. The underlying assumption is that the German government bond yield is risk-free. Therefore, any positive difference between the yield of the bond of a particular government from that risk-free rate expresses the risk investors attach towards holding the bond of that government. Let us look at the figure of the spreads from 2000 and 2022.

**Figure 1: Government bond spreads (10-year), Eurozone countries**



Source: Eurostat

I have divided the period 2000-2022 into three subperiods: the pre-crisis, the crisis and the post-crisis periods. Let us look at these three subperiods. They can instruct us about how the fragility of the Eurozone evolved over time.

### ***3.1 Pre-crisis period***

During this period the spreads were virtually zero. This implies that government bonds in the Eurozone countries were seen as (almost) perfect substitutes. Thus, investors considered the risk involved in holding, say, a Greek government bond to be the same as the risk in holding a German bond. One can say that this was the honeymoon period of the Eurozone. Everything looked beautiful, no clouds in the sky. A remarkable situation during which investors and policymakers lived in a fantasy world.

Then, when the financial crisis erupted in 2008, cracks appeared in the Eurozone construction.

### ***3.2 Crisis period***

The financial crisis of 2008 completely changed the risk perceptions in the government bond markets. The governments of those countries hit most by the financial crisis saw their budgetary and debt situation deteriorate quickly. As the national government bond markets lacked a backstop, i.e. a central bank willing to provide liquidity in the government bond markets in times of crisis, the self-fulfilling liquidity crises that I talked about earlier were set in motion. Let me describe the anatomy of these self-fulfilling crises.





Panicky investors feared that these governments would face difficulties in funding the rollover of their debt: They sold the bonds massively, thereby creating the liquidity shortage that they were afraid of. The yields on the bonds of these governments shot up. At the same time, these same investors in search of safety moved liquidity to safe havens, such as the German and Dutch bond markets. This led to a decline in the yields of the bonds in these markets. Put differently, the financial crisis led to a massive re-pricing of risks in government bond markets leading to sharp increases in the yields of some government bonds and declines of others.

These self-fulfilling crises had further dramatic effects. They led some countries to be pushed into bad equilibria and others into good equilibria.

### *Good and bad equilibria*

The governments of the high-risk bond markets were pushed into a “bad equilibrium”: the need to find liquidity forced these governments to raise taxes and to reduce spending. These forced austerity programmes in turn made the recession worse and intensified the debt problem of these governments. The governments of the low-risk countries had plenty of liquidity and were spared the need to install severe austerity. All this led to an existential crisis of the Eurozone. It also led to an unsustainable political situation where the creditor countries that had received massive inflows of capital dictated the austerity programs to the high-risk countries which suffered twice. Once because the harsh austerity programmes led to unnecessary suffering for millions of people. And a second time because these programmes were felt as foreign intrusion and a humiliation. It is clear that a repetition of this economic and political crisis in the Eurozone would lead to its demise.

### *3.3 Post-crisis period*

It took the ECB until September 2012 to take on its responsibility: It announced that it was ready to provide unlimited liquidity support in the government bond markets. This so-called Outright Monetary Transactions (OMT) programme started a process of normalization during which yields gradually converged again. This convergence was sometimes bumpy, as during the second Greek crisis in 2015. It ultimately led to an almost complete convergence of the yields at the end of 2019.

What was the mechanism behind this remarkable recovery?

By promising unlimited purchases of government bonds during liquidity crisis, the ECB took out the fear factor from the market. Suddenly, Greek, Spanish, Italian bonds whose prices had collapsed as a result of fear of liquidity shortages, appeared to be cheap for private investors. They massively returned to these bond markets, bought the bonds and raised their prices. The spreads collapsed quickly (see earlier Figure of bond spreads).

The nice part of this result is that the ECB did not have to buy one euro of government bonds in the context of its OMT-programme. Private investors, having rediscovered confidence, bought these bonds.

This recovery showed the importance of having a lender of last resort in the government bond markets, i.e. a central bank willing to provide unlimited amounts of liquidity in the government bond markets. In doing so, the ECB actually mimicked what central banks in standalone countries do. It also saved the Eurozone.

Then came the pandemic in 2020. There was a risk that the huge shock that hit the Eurozone countries would trigger a new sovereign debt crisis, especially since the high-risk countries in the periphery also appeared to have suffered significantly larger negative effects on their GDP than low-risk countries. (see Figure 2).

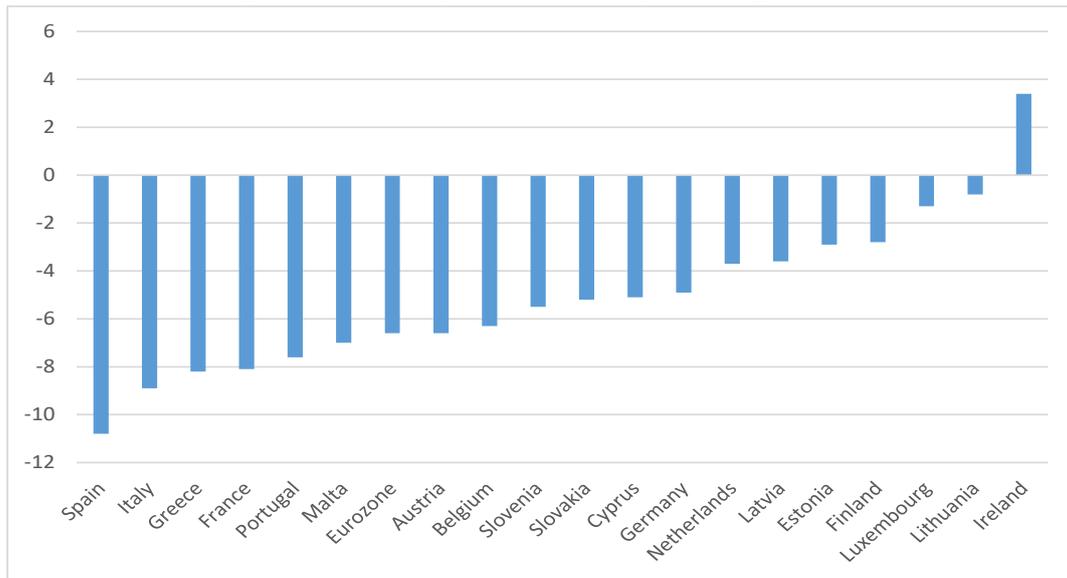
The sovereign debt crisis did not happen. In fact, apart from an early hiccup in the yields of Italy, these yields continued to converge further (see Figure 3) so that at the end of September 2021 the spreads were even smaller than before the eruption of the pandemic. (I will discuss the rise in the spreads observed from October 2021 in section 4).

This leads to the question of why the pandemic did not lead to a new sovereign debt crisis.



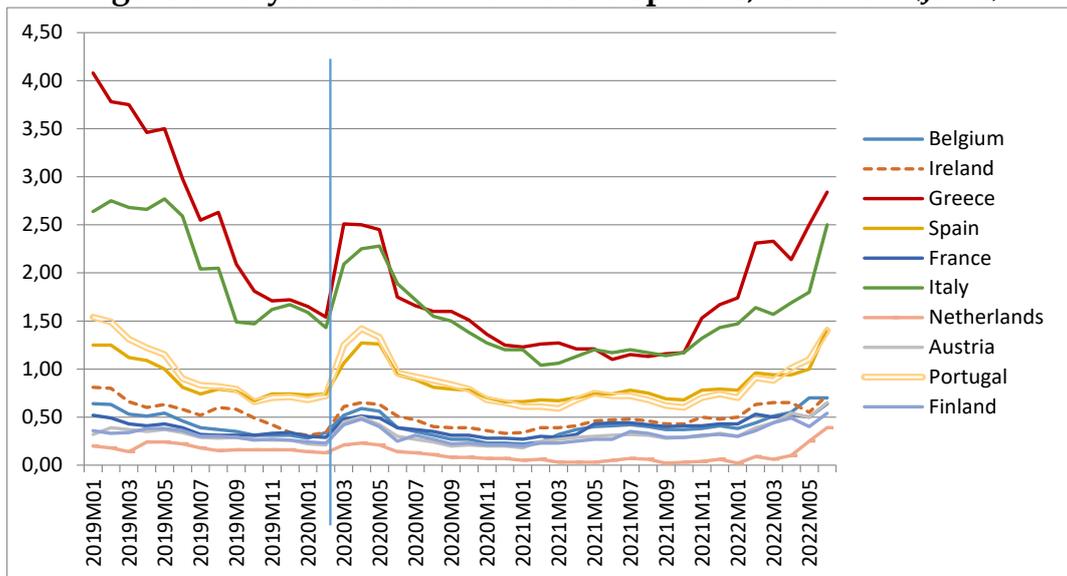


**Figure 2: GDP growth during 2000 (percent)**



Source: Eurostat

**Figure 3: 10-year Government bond spreads, 2019-2022(June)**



Source: Eurostat

### 3.4 The pandemic did not lead to crisis. Why?

Despite the large differences in the economic impacts of the pandemic, this shock did not lead to a new sovereign debt crisis. How did this remarkable result come about? My answer is that the new governance of the Eurozone that emerged after the sovereign debt crisis of 2010-12 allowed the European policymakers to use new instruments of stabilization. As a result, the fragility of the Eurozone was significantly reduced thereby making it possible to avoid self-fulfilling crises in the government bond markets.

The new instruments that achieved this result were both monetary and fiscal.

### *Monetary instrument*

The decision of the ECB to launch the OMT programme in 2012 is the single most important monetary instrument that stabilized the government bond markets in the Eurozone at that time. This led to the expectation during the pandemic that the ECB would be ready to intervene in times of crises. This pacified markets. This expectation was reinforced by the ECB's announcement of its Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) during 2020. This was a programme of large scale government bond purchases by the ECB. The innovation of this programme was the absence of conditionality. While the OMT-programme was linked to an austerity programme by governments receiving aid, the PEPP programme was stripped from any such austerity requirement. This was a remarkable intellectual reversal of the ECB policy towards support of the government bond markets. It was also the correct reversal. The reason is that the ECB should only intervene in the government bond markets to solve a liquidity crisis triggered by fear and panic of investors. There is no reason that governments obtaining such support should be subjected to the condition that they should impose austerity. It was refreshing to see that the ECB learned from past mistakes.

As a result of this new monetary governance, the spreads quickly declined again so that at end of 2020 they were lower than at the end of 2019.

### *Fiscal instrument*

A second major policy innovation was a fiscal one. After much controversy, the European leaders decided in July 2020 to set up a recovery plan amounting to €807 billion. The NextGeneration EU (NGEU) plan was funded by the issue of common bonds. Half of the proceeds of this bond issues were to be used to transfer (not loans) to those countries most hit by the pandemic. This was an important step towards a budgetary union in which a central authority obtains the power to issue debt that is guaranteed jointly by all member countries. It was the first issue of Eurobonds.

This common spending programme financed by the issue of Eurobonds helped to create further confidence in the future of the Eurozone. It signalled that the future path of the monetary union would be one involving further steps towards a budgetary union. This was the second reason why the Covid-shock did not lead to a sovereign debt crisis.





#### 4. Today's challenge: Will the surge in inflation lead to a new surge in fragility?

The surge in inflation creates two dilemmas for the ECB.

The first dilemma is the traditional one that every central bank, including the ECB, faces after a supply shock. This dilemma can be described as follows. During the last year major supply shocks occurred: energy and commodity prices increased dramatically; this raised the cost of production and led to a surge in inflation in most countries. It also led to losses of purchasing power so that production was negatively affected. This is often called stagflation. Stagflation is at the core of the dilemma faced by the central bank. If the latter wants to fight inflation it will have to raise the interest rate. But this will have a negative effect on production. It may even lead to a recession. If, on the other hand, the central bank wants to avoid a recession it cannot increase the interest rate too much, but then inflation may not easily go down and may become a permanent feature. This leads to a very uncomfortable dilemma for the central bank. Whatever it chooses, the outcome will be painful: if it fights inflation, it may produce a recession; if it fights a recession, it may make inflation permanent. Most central bankers have elevated inflation as their primary objective so that it looks likely that they are willing to risk a recession to fight inflation.

The second dilemma is the one the ECB, as a central banker of a monetary union, faces (in addition to the one just described). This second dilemma can be described as follows. When the ECB raises the interest rate this has very different effects on the long-term bond rates of the different member countries. Every one percent point increase of the long-term rate of Germany leads to an amplified effect on the long-term rate in high-risk countries. As can be seen from Figure 3, the spreads of Italy and Greece that were close to 1% at the start of 2022 have now moved in the 2.5 to 3% range. Further increases in the interest rate triggered by the ECB's desire to fight inflation could lead to an explosion of the spreads and risk creating a new sovereign debt crisis.

Thus, the second dilemma the ECB faces is one between fighting inflation at the risk of creating financial instability in the Eurozone; or fighting financial instability at the risk of losing the battle against inflation. An equally uncomfortable dilemma as the first one.

Is there a way out of this second dilemma? Yes, but it remains risky. The way out is a commitment by the ECB to provide unlimited amount of liquidity to countries experiencing liquidity crises. In fact, in July the ECB announced

a new programme, the ‘Transmission Protection Programme’ (TPI) which does exactly that: providing liquidity to governments experiencing liquidity crises<sup>1</sup>. When used, this will create additional liquidity in the system which will interfere with the central bank’s desire to fight inflation. The ECB will therefore have to withdraw liquidity from the system by selling government bonds from low-risk countries (Germany, Netherlands, Finland). As a result, the ECB will increasingly accumulate high-risk government bonds at the expense of low-risk government bonds. This may create political problems when countries like Germany and the Netherlands resist this.

## 5. Prospects for the future

Since the sovereign debt crisis of 2010-12 a new governance of the Eurozone has been developed. This has made it possible for the Eurozone to withstand the major economic disruptions brought about by the pandemic. But a new risk has emerged: inflation.

Will the need to fight inflation with higher interest rates again reveal the fragility of the Eurozone? This leads to the question of whether the Eurozone now has matured and has permanently eliminated its fragile nature.

There is a fundamental contrast between the Eurozone and standalone countries, i.e. countries with their own central bank. In a standalone country the central bank faces one sovereign which always prevails in times of crisis. There can be no doubt that in a standalone country the central bank will have to provide liquidity when the government faces a liquidity crisis.

In the eurozone things are very different. The ECB faces 19 sovereigns (now 20 with the entry of Croatia) none of which has authority over the ECB. None of these governments can force the ECB to provide liquidity in times of crisis. The decision to provide liquidity support is at the discretion of the central bank. This creates uncertainty about future liquidity support in a monetary union; an uncertainty that is absent in standalone countries.

### **Will the ECB always be ready to support sovereigns?**

One can have reasonable doubts about this. Who will be at the helm of the bank in the future? Will the Governing Council that consists of national central bankers always be receptive to the demand of one member country’s government for support?

---

<sup>1</sup> For more information on TPI see <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2022/html/ecb.pr220721-973e6e7273.en.html>





One cannot be sure about this, in contrast with the certainty we have that if the British government were to experience a liquidity shortage the Bank of England will always step in.

There is thus a fundamental credibility issue about the willingness of the ECB to be a lender of last resort in the government bond markets. This will continue to make the Eurozone a fragile construction. Except if radical steps are taken to consolidate national bond markets into a Eurobond market and to centralize large parts of the national budgets into a federal European budget. In such a budgetary union there would be no national government bond markets any longer. It is the continuing existence of these national government bond markets that create the fragility of the Eurozone and its potential for generating speculative crises.

But such a deep budgetary union would require truly revolutionary changes in Europe, both economic and political, that today one can only dream of.

I conclude by thanking my friends and colleagues of Murcia for inviting me to join them as an honorary doctor of their prestigious university.

# *Discurso de Investidura como Doctor Honoris Causa*

**Paul De Grauwe**

*Sr. Rector Magnífico*

*Miembros de la Comunidad universitaria*

*Señoras y Señores*

Es para mí un gran honor recibir hoy el título de Doctor Honoris Causa por la Universidad de Murcia. Recibir un título honorario no es solo un honor, también es una fuente de aliento para que un investigador académico como yo persevere en su búsqueda de la verdad. Por eso estoy tan agradecido, también a mis compañeros y amigos de la Universidad de Murcia por haberme propuesto para ser Doctor Honoris Causa en su alma mater.

Comencé mi carrera académica en 1975 en la Universidad de Lovaina en Bélgica, donde enseñé Economía Internacional durante más de 30 años. Fue motivo de gran alegría enseñar a generaciones de estudiantes los fundamentos de la economía internacional y hacerles conscientes de que la fuente de su bienestar material se encuentra en el comercio internacional y la especialización. Interrumpí mi carrera académica durante unos 10 años para convertirme en miembro del parlamento belga, donde descubrí que nunca sería un buen político. Esto me llevó a regresar a la Universidad de Lovaina. Cuando se suponía que me jubilaría a los 65 años, descubrí que todavía tenía suficiente poder intelectual y decidí tener una segunda carrera académica en la London School of Economics, donde ahora enseño la economía política de las uniones monetarias. Durante todos estos años aproveché la oportunidad de aceptar





puestos de visitante en muchas universidades y bancos centrales que enriquecieron mi perspectiva intelectual.

Mis intereses de investigación siempre se han centrado en temas relacionados con la economía internacional y la macroeconomía. Esto me ha llevado a trabajar en tres áreas. La primera fue la economía de los tipos de cambio. Rápidamente descubrí que la hipótesis de la eficiencia no se aplica a los mercados de divisas. Estos últimos se caracterizan por un exceso de volatilidad que no puede explicarse por los fundamentos subyacentes. Esto me llevó a desarrollar un modelo caótico de los mercados de divisas que me permitió comprender mejor su dinámica especulativa.

Desde principios de la década de 1990, el foco de mi investigación se centró en el análisis de las uniones monetarias. Esto me llevó a escribir un libro de texto “La economía de la unión monetaria” que ahora está en su 14<sup>a</sup> edición y ha sido traducido a diez idiomas. Mi investigación también me llevó a la conclusión de que la Eurozona es una construcción frágil y tendría que ser apoyada por el Banco Central Europeo, actuando como prestamista de última instancia en los mercados de bonos del gobierno. El BCE tardó un tiempo en aceptar esto, pero en 2012, cuando la eurozona estaba a punto de colapsar, asumió este papel justo a tiempo para salvarla.

Finalmente, a principios de la década de 2000 descubrí que los modelos macroeconómicos estándar basados en expectativas racionales eran deficientes. Esto me llevó a desarrollar un modelo macroeconómico de comportamiento que considera que los individuos no entienden la complejidad de la economía y, por lo tanto, usan reglas simples de comportamiento y aprenden de sus errores. Este modelo genera ciclos económicos endógenos que son impulsados por movimientos de optimismo y pesimismo (espíritus animales) y que requieren una estabilización activa por parte del banco central. Estoy tratando de convencer a mis colegas economistas de que esta es la forma correcta de modelar la macroeconomía.

Me complace presentar mi ponencia de investigación, relacionada con los problemas económicos e institucionales de la eurozona.

## *¿El Fin de la Fragilidad de la Eurozona?*

### **1. Introducción**

Hace diez años, la Eurozona estaba al borde del colapso. Durante 2012 se convirtió en un deporte popular pronosticar la fecha en que el sistema colapsaría y el euro desaparecería. En aquellos días, cuando la crisis de la deuda soberana golpeó a la Eurozona, aprendimos que el sistema es frágil y que perturbaciones (*shocks*) relativamente pequeñas podrían conducir a su desintegración.

En este discurso retomo este problema de fragilidad de la zona euro. Examinaré primero cuál es el origen de esta fragilidad. Luego miraré la historia de esta fragilidad y analizaré qué se hizo con la gobernanza de la eurozona durante su historia para reducir su fragilidad. Concluiré con la pregunta: ¿hemos hecho lo suficiente para fortalecer la Eurozona para que ahora podamos estar seguros de que es lo suficientemente fuerte para hacer frente a futuras crisis, en particular la crisis de inflación que experimentamos hoy?

### **2. Definición de fragilidad**

La eurozona es una construcción frágil. ¿De dónde viene esta fragilidad?

Los gobiernos de los países miembros de una unión monetaria emiten bonos que prometen convertir a su vencimiento en una moneda, el euro, sobre la que no tienen control. Es como si cada uno de estos gobiernos emitiera deuda en moneda extranjera. Igual que el gobierno argentino cuando emite bonos en dólares, moneda que este gobierno no controla.

Como resultado, los gobiernos de una unión monetaria no pueden garantizar al 100% a los tenedores de bonos que tendrán la liquidez necesaria para pagarlos al vencimiento. El riesgo de que los gobiernos se queden sin efectivo en una unión monetaria abre la posibilidad de que se generen crisis de liquidez autocumplidas: los inversores que temen que el gobierno se quede sin efectivo, entran en pánico y venden masivamente los bonos del gobierno, precipitando así la crisis de liquidez que temían. Tal crisis puede obligar al gobierno a dejar de pagar su deuda.





Este problema no existe en países independientes donde los respectivos gobiernos emiten deuda en su propia moneda. Tomemos el caso del Reino Unido. Los inversores saben que el gobierno del Reino Unido nunca se quedará sin efectivo, porque el Banco de Inglaterra está listo para proporcionar todo el efectivo que necesita el gobierno del Reino Unido en tiempos de crisis. Y si el gobernador del Banco de Inglaterra se negara a proporcionar efectivo, seguramente sería despedido. Las crisis de liquidez autocumplidas en los mercados de bonos gubernamentales no pueden surgir en países independientes.

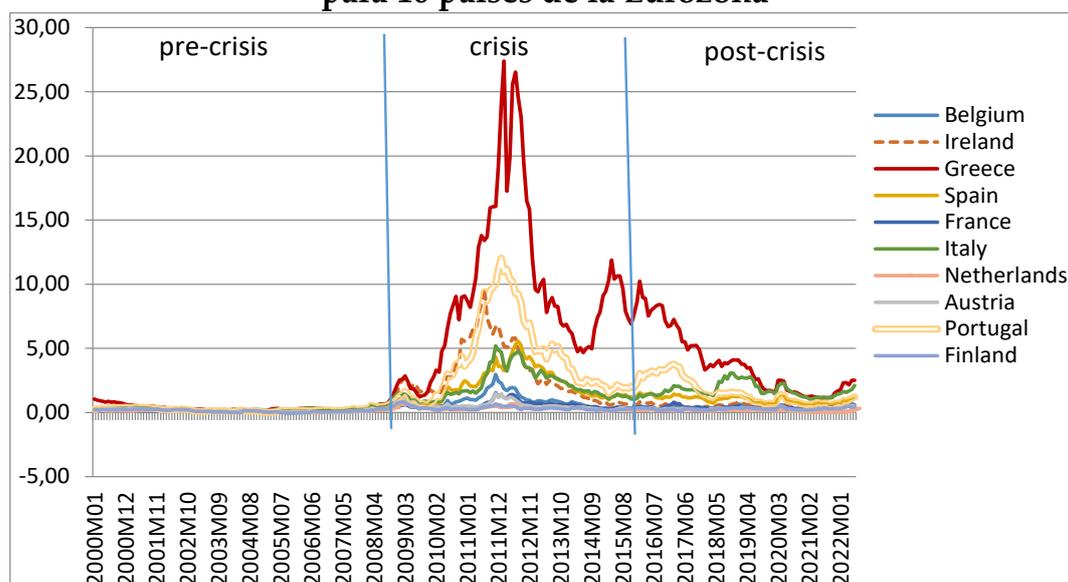
Por lo tanto, los inversores no pueden forzar el incumplimiento del gobierno de un país independiente. Pueden forzar el incumplimiento de los gobiernos nacionales en una unión monetaria; es una implicación extraordinaria de una unión monetaria que se pasó por alto cuando se creó la eurozona. Esto también implica que el equilibrio de poder se desplazó a favor de los mercados financieros y en contra de los gobiernos soberanos cuando los países se integraron en la unión monetaria. Una situación paradójica porque pensábamos que estar en una unión haría más fuertes a los países miembros. Ocurrió exactamente lo contrario: al ingresar en la unión monetaria se debilitaron los gobiernos de los países miembros mientras aumentaba el poder de los mercados financieros sobre estos gobiernos.

¿Cómo ha evolucionado esta fragilidad de la eurozona a lo largo del tiempo? Esta es la cuestión que quiero analizar ahora.

### **3. La historia de la fragilidad de la eurozona**

Las mejores medidas de la fragilidad de la Eurozona son los 'spreads' en los mercados de bonos del gobierno. Estos "spreads" son las diferencias entre los rendimientos de los bonos del gobierno a 10 años de los países miembros y el rendimiento de los bonos del gobierno a 10 años de Alemania. La suposición subyacente es que el rendimiento de los bonos del gobierno alemán está libre de riesgo. Por lo tanto, cualquier diferencia positiva entre el rendimiento del bono de un gobierno en particular y esa tasa libre de riesgo expresa el riesgo que los inversores atribuyen a la tenencia del bono de ese gobierno. Veamos la evolución de los "spreads", para diez países de la eurozona, entre 2000 y 2022.

**Figura 1: Diferenciales de bonos gubernamentales (10 años) para 10 países de la Eurozona**



Source: Eurostat

He dividido el período 2000-2022 en tres subperíodos: el período previo a la crisis, el período de crisis y el período posterior a la crisis. Veamos estos tres subperíodos. Pueden instruirnos sobre cómo evolucionó la fragilidad de la eurozona a lo largo del tiempo.

### 3.1 Período pre-crisis

Durante este período, los diferenciales eran prácticamente cero. Esto implica que los bonos del gobierno en los países de la Eurozona fueron vistos como sustitutos (casi) perfectos. Por lo tanto, los inversores consideraron que el riesgo de tener, por ejemplo, un bono del gobierno griego era el mismo que el riesgo de tener un bono alemán. Se puede decir que este fue el período de luna de miel de la Eurozona. Todo se veía hermoso, sin nubes en el cielo. Una situación notable durante la cual los inversores y los políticos vivían en un mundo de fantasía.

Luego, cuando estalló la crisis financiera en 2008, aparecieron grietas en la construcción de la eurozona.

### 3.2 Período de Crisis

La crisis financiera de 2008 cambió por completo la percepción del riesgo en los mercados de bonos gubernamentales. Los gobiernos de los países más afectados por la crisis financiera vieron cómo su situación presupuestaria y de deuda se deterioraba rápidamente. Como los mercados de bonos del gobierno





nacional carecían de un respaldo, es decir, un banco central dispuesto a proporcionar liquidez en los mercados de bonos del gobierno en tiempos de crisis, se pusieron en marcha las crisis de liquidez autocumplidas de las que hablé anteriormente. Permítanme describir la anatomía de estas crisis autocumplidas.

Los inversionistas en pánico temían que estos gobiernos enfrentaran dificultades para financiar la renovación de su deuda: vendieron los bonos masivamente, creando así la escasez de liquidez que temían. Los rendimientos de los bonos de estos gobiernos se dispararon. Al mismo tiempo, estos mismos inversores en busca de seguridad trasladaron la liquidez a refugios seguros, como los mercados de bonos de Alemania y Holanda. Esto condujo a una caída en los rendimientos de los bonos en estos mercados. Dicho de otra manera, la crisis financiera condujo a una revisión masiva de la valoración de los riesgos en los mercados de bonos del gobierno, lo que provocó fuertes aumentos en los rendimientos de algunos bonos del gobierno y caídas en otros.

Estas crisis autocumplidas tuvieron efectos dramáticos adicionales. Llevaron a algunos países a caer en malos equilibrios, y a otros en buenos equilibrios.

### *Equilibrios Buenos y malos*

Los gobiernos de los mercados de bonos de alto riesgo fueron empujados a un “mal equilibrio”: la necesidad de encontrar liquidez obligó a estos gobiernos a aumentar los impuestos y reducir el gasto. Estos programas de austeridad forzada, a su vez, empeoraron la recesión e intensificaron el problema de la deuda de estos gobiernos. Los gobiernos de los países de bajo riesgo disponían de abundante liquidez y se libraron de la necesidad de implantar medidas de austeridad severas. Todo esto condujo a una crisis existencial de la Eurozona. También condujo a una situación política insostenible en la que los países acreedores que habían recibido entradas masivas de capital impusieron programas de austeridad a los países de alto riesgo que, de esa manera, sufrieron por partida doble. Una vez porque los duros programas de austeridad provocaron un sufrimiento innecesario a millones de personas. Y una segunda vez porque estos programas se sintieron como una intrusión extranjera y una humillación. Está claro que una repetición de esta crisis económica y política en la Eurozona conduciría a su desaparición.

### *3.3 Periodo Post-crisis*

El BCE tardó hasta septiembre de 2012 en asumir su responsabilidad: anunció que estaba listo para brindar apoyo de liquidez ilimitado en los mer-

cados de bonos del gobierno. Este programa llamado Transacciones Monetarias Directas (OMT por sus siglas en inglés) inició un proceso de normalización durante el cual los rendimientos volvieron a converger gradualmente. Esta convergencia fue a veces accidentada, como durante la segunda crisis griega en 2015. En última instancia, condujo a una convergencia casi completa de los rendimientos a finales de 2019.

¿Cuál fue el mecanismo detrás de esta notable recuperación?

Al prometer compras ilimitadas de bonos del gobierno durante la crisis de liquidez, el BCE eliminó el factor miedo del mercado. De repente, los bonos griegos, españoles e italianos, cuyos precios se habían desplomado como resultado del temor a la escasez de liquidez, parecían ser baratos para los inversores privados. Regresaron masivamente a estos mercados de bonos, compraron los bonos y subieron sus precios. Los “spreads” se derrumbaron rápidamente (ver la Figura anterior de diferenciales de bonos).

Lo bueno de este resultado es que el BCE no tuvo que comprar un euro de bonos del gobierno en el contexto de su programa OMT. Los inversores privados, al recuperar la confianza, compraron estos bonos.

Esta recuperación mostró la importancia de contar con un prestamista de última instancia en los mercados de bonos del gobierno; es decir, un banco central dispuesto a proporcionar cantidades ilimitadas de liquidez en los mercados de bonos del gobierno. Al hacerlo, el BCE en realidad imitó lo que hacen los bancos centrales en países independientes. También salvó a la eurozona.

Luego vino la pandemia en 2020. Existía el riesgo de que el gran impacto que golpeó a los países de la eurozona desencadenara una nueva crisis de deuda soberana, especialmente porque parecía que los países de alto riesgo en la periferia también habían sufrido pérdidas de PIB significativamente mayores que las de los países de bajo riesgo. (ver Figura 2)

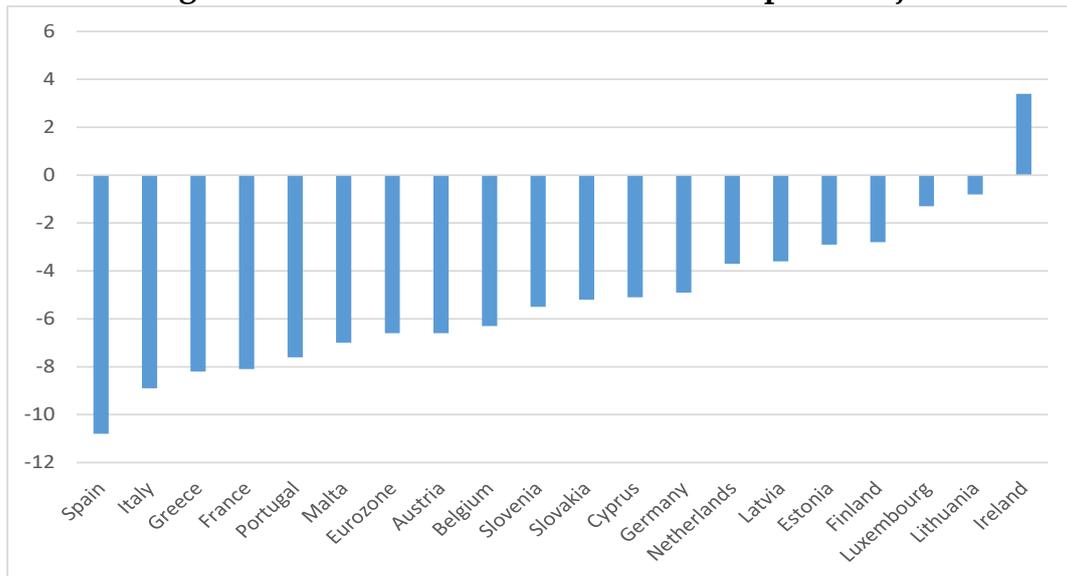
La crisis de la deuda soberana no tuvo lugar. De hecho, aparte de un tropiezo inicial en los rendimientos de Italia, estos rendimientos continuaron convergiendo aún más (véase la Figura 3), de modo que a fines de septiembre de 2021 los diferenciales eran incluso más pequeños que antes del estallido de la pandemia. (Examinaré el aumento de los diferenciales observado a partir de octubre de 2021 en la sección 4).

Esto lleva a preguntarse por qué la pandemia no condujo a una nueva crisis de deuda soberana.



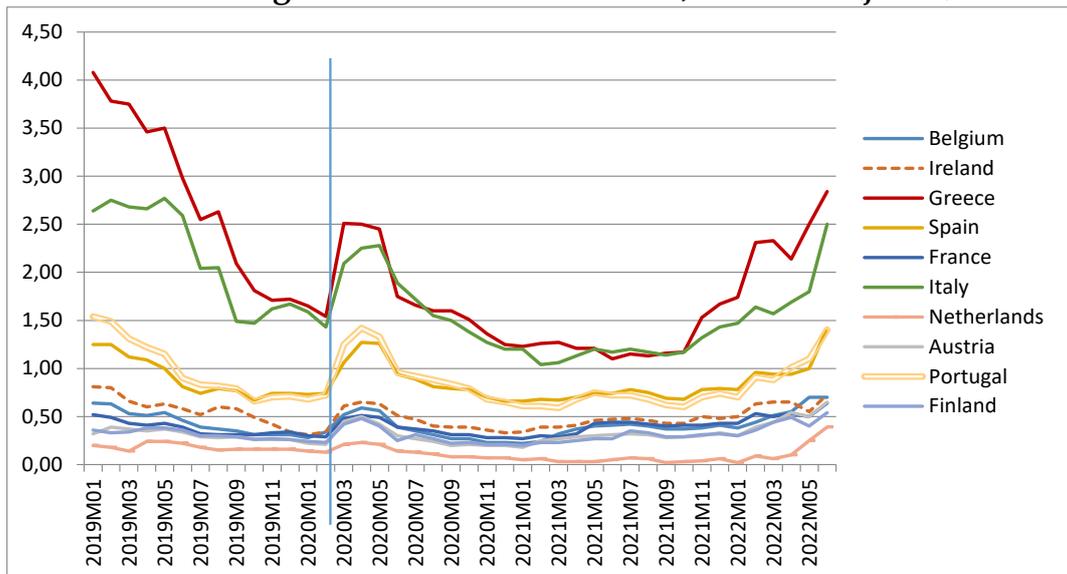


**Figura 2: Crecimiento PIB durante 2000 (porcentaje)**



Source: Eurostat

**Figura 3: Diferenciales de los rendimientos de los bonos gubernamentales a 10 años, 2019-2022 (junio)**



Source: Eurostat

### 3.4 La pandemia no derivó en crisis. ¿Por qué?

A pesar de las grandes diferencias en los impactos económicos de la pandemia, este choque no condujo a una nueva crisis de deuda soberana. ¿Cómo se produjo este notable resultado? Mi respuesta es que la nueva gobernanza de la eurozona que surgió tras la crisis de la deuda soberana de 2010-12 permitió a los políticos europeos utilizar nuevos instrumentos de estabilización. Como resultado, la fragilidad de la Eurozona se redujo significativamente, lo que permitió evitar crisis autocumplidas en los mercados de bonos del gobierno.

Los nuevos instrumentos que lograron este resultado fueron tanto monetarios como fiscales.

### *Instrumento monetario*

La decisión del BCE de lanzar el programa OMT en 2012 es el instrumento monetario más importante que estabilizó los mercados de bonos gubernamentales en la Eurozona en ese momento. Esto generó la expectativa, durante la pandemia, de que el BCE estaría listo para intervenir en tiempos de crisis. Esto pacificó los mercados. Esta expectativa se vio reforzada por el anuncio del BCE de su Programa de Compra de Emergencia para Pandemias (PEPP por sus siglas en inglés) durante 2020. Este fue un programa de compras de bonos gubernamentales a gran escala por parte del BCE. La innovación de este programa fue la ausencia de condicionalidad. Mientras que el programa OMT estaba vinculado a un programa de austeridad por parte de los gobiernos que recibían ayuda, el programa PEPP fue despojado de cualquier requisito de austeridad. Se trataba de una reversión intelectual notable de la política del BCE hacia el apoyo de los mercados de bonos del gobierno. También fue la reversión correcta. La razón es que el BCE solo debería intervenir en los mercados de bonos del gobierno para resolver una crisis de liquidez provocada por el miedo y el pánico de los inversores. En esas condiciones, no hay razón para que los gobiernos que obtengan tal apoyo deban estar sujetos a medidas de austeridad. Fue refrescante ver que el BCE aprendió de los errores del pasado.

Como resultado de esta nueva gobernanza monetaria, los diferenciales volvieron a disminuir rápidamente, de modo que a finales de 2020 eran más bajos que a finales de 2019.

### *Instrumento fiscal*

Una segunda innovación política importante fue la fiscal. Tras mucha polémica, los líderes europeos decidieron en julio de 2020 poner en marcha un plan de recuperación por valor de 807.000 millones de euros. El plan Next Generation EU (NGEU) se financió mediante la emisión de bonos comunes. La mitad de los ingresos de estas emisiones de bonos se utilizarían para transferir (no préstamos) a los países más afectados por la pandemia. Este fue un paso importante hacia una unión presupuestaria en la que una autoridad central obtiene el poder de emitir deuda que está garantizada conjuntamente por todos los países miembros. Fue la primera emisión de eurobonos.





Este programa de gasto común financiado por la emisión de eurobonos ayudó a generar mayor confianza en el futuro de la Eurozona. Señaló que el camino futuro de la unión monetaria implicaría nuevos pasos hacia una unión presupuestaria. Esta fue la segunda razón por la que el shock de Covid no condujo a una crisis de deuda soberana.

#### **4. El desafío de hoy: ¿El aumento de la inflación conducirá a un nuevo aumento de la fragilidad?**

El aumento de la inflación crea dos dilemas para el BCE.

El primer dilema es el tradicional al que se enfrentan todos los bancos centrales, incluido el BCE, tras un shock de oferta. Este dilema se puede describir de la siguiente manera. Durante el último año ocurrieron importantes choques de oferta: los precios de la energía y las materias primas aumentaron drásticamente; esto elevó el costo de producción y provocó un aumento de la inflación en la mayoría de los países. También condujo a pérdidas de poder adquisitivo por lo que la producción se vio afectada negativamente. Esto a menudo se llama estanflación. La estanflación está en el centro del dilema que enfrenta el banco central. Si este último quiere luchar contra la inflación, tendrá que subir la tasa de interés. Pero esto tendrá un efecto negativo en la producción. Incluso puede conducir a una recesión. Si, por otro lado, el banco central quiere evitar una recesión, no puede aumentar demasiado la tasa de interés, pero entonces la inflación puede no bajar fácilmente y convertirse en una característica permanente. Esto lleva a un dilema muy incómodo para el banco central. Elija lo que elija, el resultado será doloroso: si lucha contra la inflación, puede producir una recesión; si lucha contra una recesión, puede hacer que la inflación sea permanente. La mayoría de los banqueros centrales han situado la inflación como su objetivo principal, por lo que parece probable que estén dispuestos a arriesgarse a una recesión para luchar contra la inflación.

El segundo dilema es al que se enfrenta el BCE, como banquero central de una unión monetaria (además del que acabamos de describir). Este segundo dilema se puede describir de la siguiente manera. Cuando el BCE sube la tasa de interés, esto tiene efectos muy diferentes en las tasas de los bonos a largo plazo de los diferentes países miembros. Cada aumento de un punto porcentual de la tasa a largo plazo de Alemania conduce a un efecto amplificado en la tasa a largo plazo en los países de alto riesgo. Como puede verse en la Fi-

gura 3, los diferenciales de Italia y Grecia que estaban cerca del 1 % a principios de 2022 ahora se han movido en el rango de 2,5 a 3 %. Aumentos adicionales en la tasa de interés provocados por el deseo del BCE de combatir la inflación podrían conducir a una explosión de los diferenciales y crear el riesgo de crear una nueva crisis de deuda soberana.

Así, el segundo dilema al que se enfrenta el BCE es el de luchar contra la inflación a riesgo de crear inestabilidad financiera en la Eurozona; o luchar contra la inestabilidad financiera a riesgo de perder la batalla contra la inflación. Un dilema igualmente incómodo que el primero.

¿Hay alguna salida a este segundo dilema? Sí, pero sigue siendo arriesgado. La salida es un compromiso del BCE de proporcionar una cantidad ilimitada de liquidez a los países que experimentan crisis de liquidez. De hecho, en julio, el BCE anunció un nuevo programa, el 'Programa de Protección de Transmisión' (TPI por sus siglas en inglés) que hace exactamente eso: proporcionar liquidez a los gobiernos que experimentan crisis de liquidez<sup>2</sup>. Cuando se usa, esto creará liquidez adicional en el sistema que interferirá con el deseo del banco central de combatir la inflación. Por lo tanto, el BCE tendrá que retirar liquidez del sistema vendiendo bonos gubernamentales de países de bajo riesgo (Alemania, Países Bajos, Finlandia). Como resultado, el BCE acumulará cada vez más bonos gubernamentales de alto riesgo a expensas de bonos gubernamentales de bajo riesgo. Esto puede crear problemas políticos cuando países como Alemania y los Países Bajos se resisten.

## 5. Perspectivas de futuro

Desde la crisis de la deuda soberana de 2010-12 se ha desarrollado una nueva gobernanza de la eurozona. Esto ha hecho posible que la eurozona resista las grandes perturbaciones económicas provocadas por la pandemia. Pero ha surgido un nuevo riesgo: la inflación.

La necesidad de combatir la inflación con tipos de interés más altos, ¿volverá a poner de manifiesto la fragilidad de la Eurozona? Esto lleva a la pregunta de si la Eurozona ahora ha madurado y ha eliminado permanentemente su naturaleza frágil.

Existe un contraste fundamental entre la Eurozona y los países independientes, es decir, países con su propio banco central. En un país independiente, el banco central se enfrenta a un soberano que siempre prevalece en tiempos de crisis. No cabe duda de que, en un país independiente, el banco

---

<sup>2</sup> Para más información sobre el TPI, véase <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2022/html/ecb.pr220721-973e6e7273.en.html>





central tendrá que proporcionar liquidez cuando el gobierno se enfrente a una crisis de liquidez.

En la Eurozona las cosas son muy diferentes. El BCE se enfrenta a 19 soberanos (ahora 20 con la entrada de Croacia) ninguno de los cuales tiene autoridad sobre el BCE. Ninguno de estos gobiernos puede obligar al BCE a proporcionar liquidez en tiempos de crisis. La decisión de proporcionar apoyo de liquidez queda a discreción del banco central. Esto crea incertidumbre sobre el futuro respaldo de liquidez en una unión monetaria; una incertidumbre que está ausente en los países independientes.

### **¿Estará el BCE siempre dispuesto a apoyar a los soberanos?**

Uno puede tener dudas razonables sobre esto. ¿Quién estará al frente del banco en el futuro? ¿El Consejo de Gobierno compuesto por banqueros centrales nacionales será siempre receptivo a la demanda de apoyo del gobierno de un país miembro?

No se puede estar seguro de esto, en contraste con la certeza que tenemos de que, si el gobierno británico experimentara una escasez de liquidez, el Banco de Inglaterra siempre intervendría.

Por lo tanto, existe un problema de credibilidad fundamental sobre la voluntad del BCE de ser un prestamista de última instancia en los mercados de bonos del gobierno. Esto seguirá haciendo de la eurozona una construcción frágil. Excepto si se toman medidas radicales para consolidar los mercados de bonos nacionales en un mercado de eurobonos y centralizar gran parte de los presupuestos nacionales en un presupuesto federal europeo. En tal unión presupuestaria ya no habría mercados de bonos del gobierno nacional. Es la existencia continua de estos mercados de bonos de gobiernos nacionales lo que crea la fragilidad de la Eurozona y su potencial para generar crisis especulativas.

Pero una unión presupuestaria tan profunda requeriría cambios verdaderamente revolucionarios en Europa, tanto económicos como políticos, con los que hoy solo se puede soñar.

Concluyo dando las gracias a mis colegas y amigos murcianos por invitarme a unirme como doctor honorario de su prestigiosa universidad.