

JORNADA 23 DE JULIO

LA UNIÓN EUROPEA EN LA ESFERA INTERNACIONAL

- **JOSÉ MANUEL GONZÁLEZ-PÁRAMO.** Miembro del Comité Ejecutivo del Banco Central Europeo.

**EL EURO EN LA ESFERA INTERNACIONAL:
RESPUESTAS A LA CRISIS, LECCIONES Y RETOS**

Gracias a los organizadores por hacer posible que un año más pueda acercarme hasta esta Universidad de Verano que forma parte de mi vida académica. Desde principios de los años 90 he organizado y dirigido cursos en esta Universidad así que volver en calidad de conferenciante mantiene vivo ese vínculo, aunque resida desde hace unos años en Alemania.



J. M. González-Páramo antes de su conferencia.

LA CRISIS DE CONFIANZA

Voy a desarrollar rápidamente el ambicioso y sugestivo título: tener en cuenta las lecciones que nos está enseñando la crisis y discutir si estamos ante una crisis del euro o no. Les voy a adelantar que la respuesta para mí es, obviamente, que no estamos viviendo una crisis del euro, sino que es una crisis de confianza. Un segundo mensaje en el que quisiera incidir es que no hagamos como los mercados y muchos observadores externos, es decir, no subestimemos la capacidad de Europa para reaccionar y superarse a sí misma en momentos de crisis. Son muchos los ejemplos a lo largo de la historia de Europa en los que, ante las dificultades, da un paso atrás para luego dar un salto hacia delante que le lleva mucho más lejos. La Unión Monetaria Europea arranca en 1994 después de la crisis del Sistema Monetario Europeo que llevó a mucha gente a pensar “bueno esto ya está disuelto”, y sin embargo nació el euro. Igualmente, de esta crisis va a surgir una Europa mucho más fuerte. Frente a esta crisis de confianza Europa ha reaccionado como nadie podía esperar antes: sentando las bases de lo que va a ser en el futuro la gobernanza de la UE, y en particular del euro.

CURSO DE VERANO: “EUROPA EN EL S.XXI: SER O NO SER”. 21-22-23 julio. 2010.

Colaboradores:

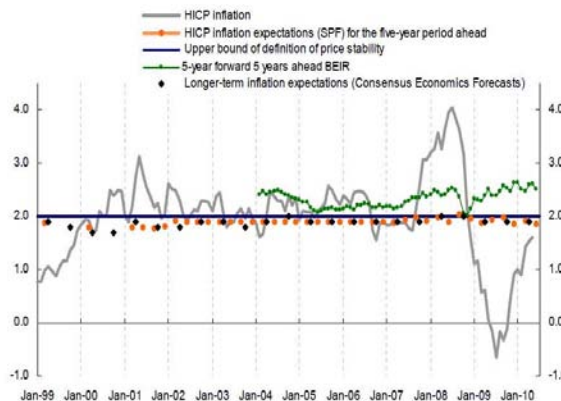


EL EURO: UNA MONEDA ESTABLE, CREÍBLE Y GLOBAL

El euro, no lo discute nadie, es una moneda estable, creíble y global hasta tal punto que, para los observadores externos, constituye el símbolo más visible de los logros de la integración económica en Europa. Si se pregunta a asiáticos o norteamericanos qué es Europa o cuál es su mayor logro dicen que el euro, aunque todavía solo circule como moneda oficial en 16 de los 27 países de la UE y que dentro de poco serán 17, cuando en enero de 2011 se incorpore Estonia. Esta proyección del euro a nivel internacional beneficia incluso a los países que no tienen el euro como moneda.

Hay que subrayar que su carácter estable, creíble y global como moneda, está basado en una política monetaria creíble. En doce años la eurozona ha puesto en marcha un sistema de banca central que se ha convertido, en ese periodo tan corto y frente a siglos de historia de otros bancos centrales, en el banco central más creíble del mundo, en términos tanto de anclaje de las expectativas de inflación como de control de la inflación, que es para lo que un banco central sirve básicamente.

Los beneficios que el euro ha proporcionado son muy importantes. En cuanto a inflación, el objetivo del Banco Central Europeo (BCE) es una tasa de inflación a medio plazo inferior, pero cercana, al 2%, como se establece en su estatuto. Durante estos doce años la tasa de inflación media ha sido 1,98%, es decir, inferior pero muy cercana al 2%. A su vez, y debido a la existencia de volatilidad y error por la oscilación —mes a mes, día a día— de los precios de la energía, materias primas y alimentos, la política monetaria europea tiene que mirar a través de esas oscilaciones. Su función por tanto no es amortiguar la subida del precio de la gasolina o la bajada del precio del cobre, sino anclar las expectativas medias de inflación a medio plazo. Si el banco es creíble o no es algo que nos dicen las encuestas realizadas a expertos en previsión o los indicadores que extraemos de mercados financieros.



Los puntitos negros y naranjas que se ven por debajo de la línea horizontal son las tasas de inflación esperadas en 5 ó 10 años según los indicadores disponibles en el área del euro y, como se ve, esos puntitos están situados todos por debajo, excepcionalmente sobre la línea, pero generalmente por debajo y muy cerca de la línea del 2%. Eso quiere decir que el BCE es un banco central creíble y que cuando anuncia que va mantener la tasa de inflación en la eurozona —no país por país— por debajo pero cerca del 2%, los mercados lo creen y lo incorporan a sus previsiones. Esto supone un activo para los países que tienen el euro como moneda.

Con el euro, es difícil en realidad estimar su valor, ya que ha transcurrido solamente un breve periodo desde su creación. Una muestra de ello es, por ejemplo, que los tipos de interés reales son siempre más bajos en el área del euro que en otros sitios porque existe una prima de riesgo de inflación en Europa muy pequeña debido a que el BCE es muy previsible y al mismo tiempo creíble. Esta orientación a medio plazo de la política monetaria hace que nadie tema que el BCE sea errático y se deje llevar por eventos o acontecimientos a muy corto plazo.

A nivel internacional el euro es una moneda global, con denominación en mercados internacionales de deuda, préstamos, depósitos transfronterizos... y mucha importancia en los mercados de divisas respecto al volumen total que

CURSO DE VERANO: “EUROPA EN EL S.XXI: SER O NO SER”. 21-22-23 julio. 2010.

Colaboradores:



JOSÉ MANUEL GONZÁLEZ-PÁRAMO

se mueve diariamente. Es además una moneda de importancia creciente en la liquidación de operaciones comerciales y reserva internacional. Y todo esto en poco más de una década de vida. Podemos afirmar por ello que no hay en la historia otra experiencia de moneda creada desde cero que alcance, en tan poco tiempo, una credibilidad anti— inflacionista y, al mismo tiempo, un peso en el marco internacional como ha alcanzado el euro.

En esta figura se muestra cómo el euro no es solamente de la eurozona, sino que también circula fuera. Algunos países se vinculan al euro a través del mecanismo de cambio: por ejemplo Dinamarca, Estonia todavía, Letonia y Lituania. Son países que están en este sistema de tipos de cambio con la aspiración de entrar algún día en el euro (como Estonia el año que viene). Hay también otros países que fijan la cotización de su moneda al euro, por ejemplo Bulgaria, que tiene una paridad fija y constante con el euro. El euro circula a su vez de manera excepcional por fijación unilateral de la paridad en Kosovo y Montenegro por las razones excepcionales en que se encuentran, y existen también muchos tipos de cambio que se fijan con el euro en antiguas colonias de Francia. Se trata de una lista de países muy larga que nos tiene que dar una idea de cuál es la influencia del euro más allá de por dónde circula o cómo se intercambia en los mercados.

Region	Exchange rate regimes	Countries
European Union (non—euro area)	ERM II	Denmark, Estonia ¹⁾ , Latvia ²⁾ , Lithuania ¹⁾
	Euro—based currency boards	Bulgaria
	Mallaged floating with the euro as referelce currency	Romania
	Pro memoria: Independent floating	Czech Republic ³⁾ , Hungary ⁴⁾ , Poland ⁵⁾ , Sweden, United Kingdom
Candidate and potential candidate countries	Unilateral euroisation	Kosovo, Montenegro
	Euro—based currency boards	Bosnia and Herzegovina
	Pegs or managed floating with the euro as reference currency	Croatia, former Yugoslav Republic of Macedonia, Serbia ⁶⁾
	Pro memoria: Independent floating	Albania, Turkey
Others	Euroisation	European microstates ⁷⁾ , French territorial communities ⁸⁾
	Pegs based on the euro	CFA franc zone ⁹⁾ , French overseas territories ¹⁰⁾ , Cape Verde, Comoros, São Tomé e Príncipe
	Pegs and managed floats based on the SDR and other currency baskets involving the euro (share of the euro)	Algeria ¹¹⁾ , Azerbaijan (30%) ¹²⁾ , Botswana ¹³⁾ Fiji ¹⁴⁾ Iran ¹⁵⁾ , Kuwait ¹⁶⁾ , Libya ¹⁷⁾ , Morocco (80%) ¹⁸⁾ , Russian Federation (45%) ¹⁹⁾ , Samoa ²⁰⁾ , Singapore ²¹⁾ , Syria ²²⁾ , Tunisia ²³⁾ , Vanuatu ²⁴⁾

Sources: IMF and ECB compilation.

Control de la inflación e integración financiera

El euro ha tenido, y sigue teniendo, unos beneficios muy importantes para todos: un nivel bajo y estable de inflación y unas expectativas de inflación sólidamente ancladas. Incluso durante la crisis se han mantenido ancladas, lo que constituye una diferencia importante con otros bancos centrales del mundo donde se ha apreciado mayor volatilidad y más incertidumbre acerca de lo que va a ocurrir a medio plazo con la inflación.

En efecto, el peor escenario macroeconómico es aquel en el que un banco central ha perdido el anclaje de las expectativas de inflación. Cuando los mercados no saben cuál va a ser la inflación a medio plazo empiezan a incluir inmediatamente una prima de riesgo inflacionario y esto repercute en el coste de financiación de nuestras hipotecas y los prestamos de las empresas, porque los bancos también tienen en cuenta este riesgo y no quieren sufrir pérdidas por una inflación que no se anticipa.

CURSO DE VERANO: “EUROPA EN EL S.XXI: SER O NO SER”. 21-22-23 julio. 2010.

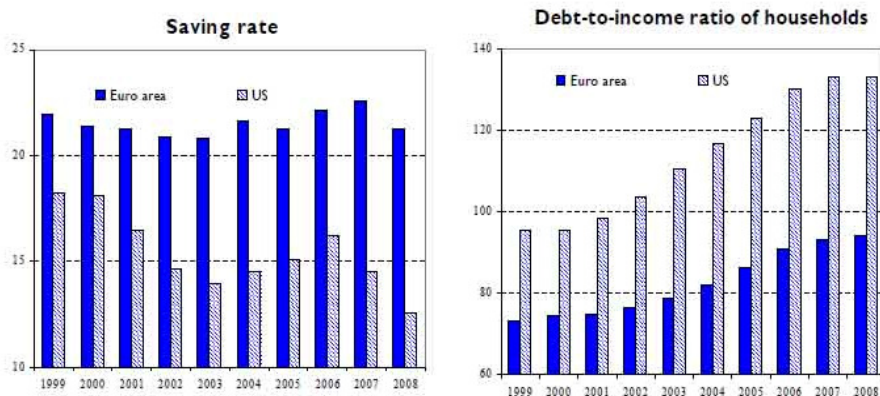
Colaboradores:



El euro ha facilitado la integración financiera en Europa, que hay que reconocer ha sufrido un poco durante la crisis, y ha contribuido a la estabilidad financiera. Sin el paraguas del euro el sistema financiero del área del euro y los sistemas financieros nacionales estarían en una situación completamente distinta.

A su vez, ha contribuido a promover procesos de cambio y de reforma en algunos países, y hay que subrayar estas últimas palabras “algunos países”, porque ciertamente no ha sido en todos.

Mirando hacia el futuro, los fundamentos económicos del área del euro, en términos comparativos, son relativamente sólidos. Tenemos una tasa de ahorro, es decir, de disponibilidad para financiar inversión, relativamente grande. En estos momentos es más del doble que en EEUU y ha sido consistentemente más alta desde la creación del euro. El endeudamiento de las familias en la eurozona ha crecido, lógicamente, porque los tipos eran muy bajos pero, sin duda, ha crecido mucho menos y a un ritmo mucho menor que en EEUU. Las exigencias de esta crisis en términos de ese endeudamiento, de ese apalancamiento, son menores en Europa que en otras áreas económicas.



Por otra parte, es importante destacar que el crecimiento de la renta per cápita ha sido similar al observado en EEUU. Si bien fue más dinámico en la eurozona durante la primera parte de la década recién terminada, luego fue ligeramente inferior para volver a acelerarse de nuevo y llegar al momento de la crisis, del impacto de la crisis, prácticamente a la misma altura. Tomando esa referencia de 1999 vemos que la renta per cápita ha aumentado cerca del 14%, exactamente igual que en EEUU. Esto quiere decir que la crisis ha incidido con algo más de intensidad para rebotar y salir hacia delante. Las proyecciones han cambiado recientemente y no son tan pesimistas para el área del euro ni tan optimistas para el caso de EEUU.

Con la moneda europea se ha producido un proceso de convergencia importante en renta per cápita en los países que estaban por debajo de la media, lo cual es otro elemento positivo. En ese parámetro España parte con un 84% de la media. En realidad es una medición difícil, porque hay muchas maneras de establecer la media. Hemos oído en los últimos tiempos que no solo estamos por encima de la media, sino que habíamos sobrepasado a Italia, lo cual es cierto pero depende de la media utilizada. En cualquier caso, lo relevante aquí es la pendiente y no el nivel y en este sentido es bastante obvio que se han ganado por lo menos diez puntos en renta. En Grecia también se ha producido un avance, aunque no están reflejados los últimos acontecimientos, y también en Malta, donde resulta notorio desde el mismo momento de su incorporación. Por el contrario, Portugal no ha sido uno de los más beneficiados y esto debería ser motivo de reflexión para las autoridades portuguesas, y lo mismo se puede decir prácticamente de Eslovaquia. Podemos por ello afirmar que el euro ha sido una moneda que no solamente ha garantizado la inflación y un crecimiento dinámico de la renta per cápita —se dice que es la economía más dinámica del mundo—, sino que además ha facilitado la convergencia de los miembros que partían con un cierto retraso.

CURSO DE VERANO: “EUROPA EN EL S.XXI: SER O NO SER”. 21-22-23 julio. 2010.

Colaboradores:



JOSÉ MANUEL GONZÁLEZ-PÁRAMO

Los problemas que ha generado el éxito del euro

Desde el punto de vista de algunos países el euro ha tenido un éxito excesivo porque ha favorecido, a falta de medidas adoptadas a nivel nacional, un endeudamiento desmesurado y el aplazamiento de ajustes fiscales necesarios, debido a que el euro protege hasta tal punto que elimina en cierta manera la presión del mercado. Si uno mira los diferenciales del coste de la deuda pública de España respecto de Alemania, se observa que en la década anterior ese diferencial era irrealmente bajo y no estaba reflejando la vulnerabilidad subyacente en unas finanzas públicas que descansaban de manera muy importante sobre ingresos procedentes del sector inmobiliario, un elemento de vulnerabilidad cuyo impacto hemos visto con toda crudeza. En países que tienen su propia moneda el mercado refleja esto inmediatamente y hace mucho más costoso financiar, forzando al ajuste mucho antes.

Por otra parte, al tener esta moneda estable, que no se ve afectada por acontecimientos a nivel nacional, algunos países han encontrado en el euro un rincón confortable en el que refugiarse frente a la necesidad de acometer reformas estructurales. Otros, sin embargo, vieron la necesidad de reformar, como Alemania, un país que con bastante coraje reformó entre otras cosas su mercado de trabajo. Esta reforma laboral en Alemania ha conseguido que no haya aumentado el desempleo durante la crisis, sino que haya descendido, justamente lo contrario de lo que ha ocurrido en otras economías como la nuestra, donde la tasa de paro se ha multiplicado por más de dos hasta alcanzar niveles que no son propios de una economía avanzada.

En cuanto a las tasas medias anuales de crecimiento del crédito al sector privado durante los primeros diez años del euro, se encuentra una agrupación de países a la derecha que resulta llamativa: Portugal, España, Grecia e Irlanda. Esto ha ocurrido gracias, en parte, a que los costes de la financiación son muy bajos y atractivos pero, también, a que el sistema financiero no ha valorado adecuadamente la sostenibilidad de este tipo de políticas y la vulnerabilidad subyacente en el sistema. Ese crecimiento del crédito se ha reflejado en el aumento de los precios de la vivienda: en un periodo de tiempo muy breve el coste de la vivienda, en términos reales descontando inflación, casi se ha multiplicado por casi dos.

Al mismo tiempo, como ha sido la demanda interna la responsable de tirar del crecimiento, los costes laborales unitarios han aumentado mucho en distintos países. En el gráfico tenemos el coste laboral unitario de una serie de países comparados con Alemania. Nos muestra la evolución partiendo de la referencia, Alemania es 100 y el año 2000 es cien (Alemania año 2000=100). Vemos que el coste laboral unitario en España entre 2000 y 2007 ha crecido un 25% por encima del coste laboral en Alemania. Una de las implicaciones de esto es la pérdida de competitividad que refleja la balanza por cuenta corriente y que se manifiesta, entre otros frentes, en el sector exterior. El sector exterior ha estado financiando, en buena medida, la expansión del crédito al sector privado a través del sistema bancario. El sector exterior ha puesto de manifiesto que esta pérdida de competitividad se ha reflejado a su vez en la pérdida de cuotas de mercado en algunos sectores. El sector industrial lo ha superado relativamente bien, pero no otros. Al final, la crisis refleja la caída en la demanda de importaciones, al ser la actividad menos dinámica. Esto constituye el elemento fundamental junto con una cierta moderación de los precios del petróleo.

LA CRISIS ACELERA LAS REFORMAS

Antes de la crisis algunos países ya vieron las ventajas de las reformas, pero otros no las han visto durante estos diez años y ahora se encuentran con un apremio temporal realmente importante. Esto puede explicarnos por qué se están tomando medidas en algunos países aceleradamente.

Por otra parte, la crisis ha mostrado, respecto al marco macroeconómico europeo, que de los elementos o pilares en los que se basa una política monetaria común creíble, que son Unión, Económica y Monetaria, no todo funciona igual de bien. El euro es unión monetaria pero también es unión económica, es decir, coordinación estrecha de las políticas fiscales y adopción de las medidas necesarias para constituir un verdadero mercado común abierto y flexible. En esto se basa la lógica del euro: unión económica y unión monetaria.

La política monetaria es el único elemento que ha funcionado satisfactoriamente y no existe crítica sólida sobre los logros de la política monetaria durante estos años. Pero la responsabilidad común en cuanto a política fiscal y competitividad no se ha ejercido de la misma manera, se ha relajado y ha habido, quizá, pocos incentivos para que las

.....

CURSO DE VERANO: "EUROPA EN EL S.XXI: SER O NO SER". 21-22-23 julio. 2010.

Colaboradores:



autoridades nacionales se controlasen o supervisasen recíprocamente con cierta disciplina los casos de desviación extrema. El caso griego ha venido a demostrar, y por eso se ha convertido en una advertencia, que no importa realmente el tamaño de un país. Grecia es pequeño en relación al conjunto, apenas un 3% de la producción europea, pero ilustra la debilidad del esquema. Sabemos desde octubre—noviembre que las cifras griegas de déficit público no eran las correctas, lo que prueba que Europa había sido incapaz de disciplinar las finanzas públicas en Grecia, así que es comprensible la ansiedad del mercado: ¿hasta dónde va a llegar esto?, ¿qué es cierto y qué no lo es?, ¿las autoridades económicas europeas realmente quieren y están en condiciones de coordinar sus políticas fiscales o no? Esta ansiedad ha terminado en episodios de contagio dramáticos y hemos visto crecer en países, cuya situación era relativamente equilibrada, los costes de su deuda pública de una manera fortísima. La parte buena ha sido forzar el inicio de reformas que habían sido largamente pospuestas. El caso griego demuestra lo que los economistas llamamos las externalidades de tipo fiscal.

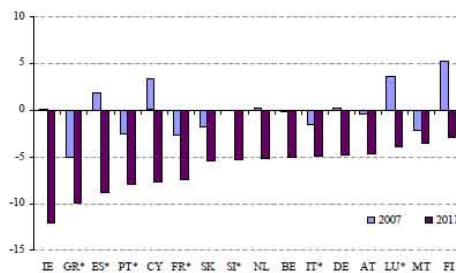
Sabiendo lo que no ha funcionado bien está claro lo que tenemos que hacer: reformar a fondo el marco institucional de la UE para asegurar que la sostenibilidad de las cuentas públicas sea un hecho continuado en el tiempo. Se trata de algo verdaderamente necesario, ya que no podemos crecer con finanzas públicas desequilibradas y los niveles de déficit público existentes en la actualidad.

Es cierto que se han iniciado las reformas y Europa está trabajando con toda convicción y una elevadísima inversión de capital político para que el nuevo sistema de gobernanza responda a estas necesidades de coordinación. Es muy importante la gobernanza porque las instituciones y la manera en que las cosas se deciden es crucial para alcanzar los resultados deseados. No es lo mismo tener que decidir si sancionar o no a un país por incumplir el Pacto de Estabilidad por unanimidad, si no se consigue nunca, por una mayoría cualificada o tener cuasi automatismo en la sanción de manera que una vez uno incurre en un supuesto de hecho solamente puede frenarse el proceso por unanimidad o mayoría cualificada. Muchos de los cambios en la gobernanza europea van en esta dirección, hacer más cuasi automáticos los procesos de supervisión y, eventualmente, sanción para que no sea tan fácil que un país pueda ser sistemática y continuamente incumplidor, ya que las consecuencias sobre el conjunto las hemos visto claramente en los últimos meses.

EL DETERIORO DE LAS FINANZAS PÚBLICAS: UN RETO GLOBAL

Como vemos en este gráfico los retos son particularmente serios respecto a la situación presupuestaria, con un déficit público que ha cambiado radicalmente en pocos años. En 2007 los déficits eran relativamente pequeños, salvo el en caso de Irlanda, e incluso algunos países (España) tenían superávit, pero en muy poco tiempo la situación ha cambiado y no hay ningún país que tenga superávit, ni siquiera que esté en equilibrio. El país que menos déficit tendrá en el año 2011, si se cumplen las previsiones, es Finlandia con un déficit superior al 3%, pero hay previsiones como por ejemplo para el caso irlandés que indican superará en 2011 el 12%. Realmente esta situación no es sostenible y para recuperar la confianza, una de las bases de la crisis, lo que se tiene que hacer es tomar medidas cuanto antes una vez conocido el diagnóstico. En este sentido resulta esencial cambiar el modelo de gobernanza que nos ha permitido llegar hasta este estado de cosas.

General government budget balance in euro area countries (% of GDP)



Source: EC's European Economic Forecast Spring 2010
Note: * additional consolidation measures were adopted or announced after the cut-off date of the forecast.

CURSO DE VERANO: "EUROPA EN EL S.XXI: SER O NO SER". 21-22-23 julio. 2010.

Colaboradores:



JOSÉ MANUEL GONZÁLEZ-PÁRAMO

El deterioro de las cuentas públicas no es, en sí mismo, negativo. Al contrario, lo mejor que han podido hacer los gobiernos a finales de 2008 y durante 2009 ha sido expandir el presupuesto para hacer frente al shock de confianza tan terrible que inició con la caída de Lehman Brothers y se continúa después con la crisis financiera que empieza a afectar al sector real. Pero este tipo de políticas, por definición, son siempre temporales y no son sostenibles a largo plazo.

Si uno quiere restablecer los fundamentos hay que aprender que las finanzas públicas, de entrada, tienen que estar en posiciones de partida fuertes, es decir, que es muy bueno, desde el punto de vista de un país, enfrentarse a situaciones de finanzas públicas donde lo normal sea el equilibrio presupuestario e incluso el superávit. Estamos viendo por ejemplo que en España un superávit del 2% no nos ha protegido de llegar a un déficit público del casi 12%. Países que tienen una tasa de crecimiento potencial alta no pueden permitirse gastar el dinero adicional que llega, hay que utilizarlo en reducir la deuda y guardar margen de maniobra para cuando llegan las crisis. En la situación actual es esencial, y se está viendo, adoptar planes de ajuste presupuestario creíbles para salvaguardar y recuperar la confianza de los ciudadanos y, también, de los mercados.

Afortunadamente, hay que decir que Europa lleva la delantera al resto del mundo en consolidación presupuestaria. Una mayoría de países de la eurozona ha anunciado ya planes de ajuste presupuestario muy serios: España, Italia, Portugal, Irlanda y obviamente Grecia, en el marco del programa conjunto con el Fondo Monetario Internacional. Fuera del área del euro, destaca el Reino Unido. Es muy importante darse cuenta de que lo que estamos haciendo nosotros antes o después lo tendrán que hacer otros y cuanto más se retrase este ajuste presupuestario más costoso va a ser retomar el control sobre las finanzas públicas.

No podemos olvidar que se está produciendo un debate a nivel internacional sobre si es el momento adecuado para realizar el ajuste fiscal. Ajustar el presupuesto significa reducir gastos y aumentar impuestos, y estas no son noticias que a un político le guste dar pero mantener un déficit muy alto durante un periodo prolongado tiene perversos efectos sobre la deuda.

Una segunda cosa que hay que decir y recordar sobre el ajuste fiscal es que un ajuste fiscal, partiendo de una situación como la actual, es siempre bueno para el crecimiento a medio y a largo plazo, ya que cuando uno crece desequilibradamente tiene que pagar unos costes de financiación al exterior enormes que al final erosionan los gastos productivos y las posibilidades de devolución de préstamo de familias y empresas. Los ajustes fiscales pueden ser positivos incluso a corto plazo, cuando logran recuperar la confianza de los mercados, al entender estos que el país está haciendo lo correcto, y como consecuencia empiezan a bajar inmediatamente los costes de financiación. Hay muchas experiencias a nivel internacional donde se ve que un país después de hacer un ajuste presupuestario muy severo ha visto, primero, aumentar su producción en lugar de caer, por fenómenos de confianza; y, segundo, que no hay asociación o vínculo alguno entre decidir un ajuste fiscal muy fuerte y perder las elecciones después. Hay evidencia empírica suficiente para corroborar lo contrario, muchos estudios de economía política lo desmienten y es importante contárselo a los políticos. No hay asociación o vínculo alguno entre ajustes presupuestarios fuertes y castigo político en popularidad o en pérdida de elecciones. Si uno sigue viviendo de la convención o del prejuicio puede no estar beneficiando a su país ni a que el grupo político en cuestión acceda al poder o se mantenga en él.

El problema de las finanzas públicas no es en cualquier caso solo europeo, sino global. La eurozona partía en 2007 con un déficit muy bajo, prácticamente de equilibrio presupuestario, y ahora mismo de las áreas económicas relevantes del mundo sigue siendo la que en 2011 se prevé que tenga un déficit más bajo. La evolución de la deuda pública en la eurozona era algo mayor que en EEUU a comienzos de la década, pero ha aumentado durante la crisis de forma moderada de manera que las necesidades de consolidación son menores. Otra razón para el optimismo es que ya han comenzado las medidas de consolidación.

Optimismo pero no complacencia, porque existen problemas identificados en algunos países de la zona euro y deben por tanto empezar a adoptar medidas. Es cierto que ya están en marcha con el apoyo y la presión, llamémosla "gentil", de sus colegas del Eurogrupo o del Ecofin. A su vez, últimamente, los mercados se están calmando y dándose cuenta de que, efectivamente, lo que veíamos no era una crisis del euro, cosa que en la ansiedad algunos mercados llegaron a ver.

CURSO DE VERANO: "EUROPA EN EL S.XXI: SER O NO SER". 21-22-23 julio. 2010.

Colaboradores:



Por otra parte, es importante perseverar en el ajuste fiscal, en primer lugar, porque no debemos olvidar que hay todavía mucho respaldo público al sistema financiero que se ha concedido mediante operaciones fuera de balance, por ejemplo garantías, que seguramente no se harán efectivos, pero constituyen un elemento de riesgo añadido. En los presupuestos de muchos países, en España también, ha habido garantías a la financiación del sistema bancario y emisiones públicas garantizadas. Tenemos un FROB (Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria) que ofrece una garantía implícita que puede alcanzar los 99.000 millones de euros. Seguramente no se utilizará en su conjunto, pero es otro elemento más. Y en segundo lugar, hay que tener muy en cuenta en los ajustes fiscales el envejecimiento de la población, ya que va a generar más gastos y más exigentes en sanidad, pensiones y servicios sociales, públicos o privados.

LAS LECCIONES APRENDIDAS

Las lecciones que hemos aprendido son principalmente dos: la necesidad de consolidar los presupuestos, para mantener una posición saneada, y acometer con urgencia las reformas estructurales. La reforma estructural es, quizá, un término que lo envuelve todo y por ello casi un eufemismo. Reforma estructural es reforma del mercado de trabajo, legislación, competencias, etc. Son reformas que eliminan barreras, por ejemplo, en el comercio al por menor, la distribución de energía,... Son reformas estructurales duras y difíciles que los gobiernos se piensan mucho al realizar sus cálculos, no solo económicos, sino también políticos. A pesar de ello, es obvio que para algunos países el único camino que les queda es empezar a pensar en reformar su mercado de trabajo. ¿Por qué? Un mercado de trabajo que en plena crisis hace aumentar el paro de poco más del 8% al 20%, por ejemplo en el caso de España, no funciona, máxime cuando vemos que en otros países el paro ha disminuido en lugar de aumentar.

Esto es reforma estructural, y creo que el mensaje se ha entendido bien porque los procesos están ya en marcha. No obstante, es de esperar que se sigan entendiendo en la medida en que un país necesita dinamismo y lo único que puede hacer crecer a medio plazo es este tipo de reformas.

Por otra parte, hay que reformar el marco de vigilancia multilateral y revisar la coordinación de las políticas relativas a competitividad, que se ha revelado como una gran omisión de los padres fundadores del euro. Siempre ha habido una referencia genérica a la necesidad de preservar la competitividad y evitar que un país sistemáticamente acumule pérdidas de competitividad, porque la consecuencia final la hemos visto. Cuando uno pierde sistemáticamente ventaja en coste laboral unitario, el I+D no es muy alto y no tiene nichos de exportación definidos, el reflejo inmediato es el saldo exterior. El saldo exterior se convierte en una llamada a los mercados internacionales para conseguir financiación, unos mercados que en un determinado momento pueden decidir cortar la financiación y aquí tenemos el inicio de una crisis. Este es el ciclo al que da lugar la pérdida acumulada de competitividad. Un país que hace esto se dirige hacia la pared a una velocidad constante y, por lo tanto, en algún momento llega con cierta velocidad a la pared.

Es por ello necesario dotar de un marco parecido al Pacto de Estabilidad y Crecimiento a la supervisión de políticas nacionales relativas a la competitividad. Hemos visto que es un tema de interés común, porque cuando tenemos una serie de países en esta situación ponen en peligro la estabilidad del área en su conjunto. De nuevo, el caso griego es ilustrativo, pero de alguna medida también el caso español con la diferencia de que España pesa entre tres y cuatro veces más en términos de producción, con lo que el impacto sistémico de los problemas de competitividad o fiscales españoles es diferente.

Hay una cuarta lección, común a todos los países del mundo, que es la de subsanar las deficiencias en el marco de supervisión del sistema financiero. En el refuerzo del Pacto de Estabilidad y Crecimiento hay muchas ideas que están en circulación en estos momentos. Hay un grupo de trabajo liderado por el Presidente del Consejo Europeo, Van Rompuy, que tiene el encargo de definir qué cambios tendrían que introducirse en el Pacto de Estabilidad para que funcione de verdad. Entre ellos se encuentra el proporcionar un carácter más automático y menos político al procedimiento de déficit excesivo. Estaríamos en un mundo completamente diferente si empezasen los procesos de manera automática y solo se pudiesen frenar con mayorías cualificadas o unanimidades, si hubiera una aplicación más rigurosa y más rápida, con sanciones que fueran no solo de tipo financiero, sino también de tipo procedimental o político como la suspensión o la limitación de derecho de voto de los países que no cumplan ciertas normas.

CURSO DE VERANO: "EUROPA EN EL S.XXI: SER O NO SER". 21-22-23 julio. 2010.

Colaboradores:



JOSÉ MANUEL GONZÁLEZ-PÁRAMO

Europa ha adoptado algunas otras iniciativas que demuestran que no podemos hablar de una crisis del euro, sino de un salto cualitativo del euro hacia delante, hacia la idea de una Europa que comparte cada vez más. La creación, el día 9 de mayo, del mecanismo europeo de estabilización es un hito que encontraremos en los libros de texto de dentro de no mucho tiempo. En pocas horas Europa decide poner sobre la mesa, en conjunto con el FMI, 750.000 millones de euros (una cantidad que nunca los mercados pensaron fuera posible para Europa) y que están a punto de ser plenamente utilizables para programas de estabilización. Seguramente no serán necesarios si mejora el marco europeo de supervisión y coordinación pero, en caso de llegar a situaciones similares a las que hemos visto en Grecia, deberían permitir superar cualquier dificultad.

A nivel de los bancos centrales se ha establecido algo muy importante y que empieza a andar el 1 de enero que es el Consejo Europeo de Riesgo Sistémico, donde los bancos centrales y el BCE, en particular, van a compartir la responsabilidad de alertar a los países y a los supervisores nacionales y, en su caso, a recomendarles que tomen medidas en el ámbito de su competencia para evitar que se produzcan desequilibrios en el sector financiero que eventualmente puedan poner en riesgo la estabilidad financiera del conjunto de Europa y del área del euro en particular.

Este Consejo Europeo de Riesgo Sistémico estará localizado en Frankfurt en la misma sede del Banco Central Europeo y contará con la participación de los 27 Estados miembros de la UE, la Comisión Europea y las tres agencias de supervisión que se han creado recientemente. Esta iniciativa vuelve a poner de manifiesto que el euro no está en crisis, sino en mutación y progreso, lanzado hacia delante.

Desde el punto de vista de regulación y supervisión sabemos todos lo que ha fallado en el ámbito financiero. Ahora mismo está el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea ultimando los acuerdos en normativa de capital y liquidez para reforzar la capacidad que tienen los bancos para resistir perturbaciones económicas severas.

Hay otras medidas que se están adoptando en el marco del proceso del G20 y del Consejo de Estabilidad Financiera a nivel internacional y que tienen que ver con las Agencias de Calificación Crediticia, que en algunos momentos de esta crisis han sido más parte del problema que de la solución. Incluso en los prolegómenos de la crisis, en los años que la precedieron, el crecimiento del sistema financiero en la sombra estaba en el foco de preocupación de las autoridades internacionales. Para ello, hay que tomar precauciones en el "arbitraje regulatorio" y evitar que haya bancos que sientan la tentación de crear bancos en la sombra en jurisdicciones que son paraísos fiscales o paraísos de tipo financiero, y poder luchar así contra la falta de transparencia. Estos son retos importantes a los que se está haciendo frente en todo el mundo y en particular en Europa.

La contribución más reciente para fomentar la transparencia son las pruebas de estrés de las que han oído hablar en la prensa y de las que hoy será el gran día. Pruebas a las que se someten 91 bancos de la UE coordinados por el CESB (Comité Europeo de Supervisión Bancaria), por los supervisores nacionales y por el BCE. El BCE ha estado plenamente implicado en la elaboración de estas pruebas de estrés proporcionando no solo métodos, sino incluso datos fundamentales para hacer estas pruebas a las que se han sometido más del 60% de los bancos. El *stress test* es una prueba de esfuerzo que consiste en someter a un banco a un escenario hipotético, muy poco realista generalmente, pero no excluible por definición. Por ejemplo, en el caso de la prueba de estrés en los bancos europeos, se plantea que el crecimiento acumulado para este año y el que viene sea de un 3%, menor por tanto de lo que cabe suponer, que los diferenciales o la deuda pública se mantienen en precios similares al peor momento de la crisis de riesgo soberano; y, además, que la crisis de la deuda se trasmite a los libros de créditos y préstamos del sistema bancario. Bajo estas condiciones: ¿qué bancos tendrían problemas y cuáles no? No se trata de decir si un banco aprueba o no la prueba de estrés, sino saber si es vulnerable en un escenario poco realista pero no excluible. Por lo tanto, si el banco es vulnerable hay que hacer algo para eliminar esa vulnerabilidad.

Las conclusiones de estas pruebas van a arrojar transparencia; van a mostrar que hay diferentes tipos de entidades bancarias en Europa y, por lo tanto, que no hay ninguna razón para que se trate el riesgo europeo o el riesgo de bancos españoles en su conjunto respecto al riesgo de otros bancos de otros países de la Unión. Permitirá también mostrar dónde pueden acudir las entidades en busca de capital a los mercados o a los programas públicos, que todavía existen, para conseguir inyecciones de capital de manera temporal aunque estas suelen estar condicionadas a procesos de reestructuración y tener un precio bastante alto. Como ha declarado el FMI, es una importante contribución a la

.....

CURSO DE VERANO: "EUROPA EN EL S.XXI: SER O NO SER". 21-22-23 julio. 2010.

Colaboradores:



transparencia y no son menos exigentes, más bien al contrario, que las que se hicieron hace algo más de un año al sistema bancario norteamericano.

Me gustaría insistir en la conveniencia de interpretar los resultados. Si uno lee banco “x” suspendido, no significa que ese banco esté quebrado, sino que al hacerle la prueba de estrés en situación de solvencia se observa que tendría problemas en un escenario que es muy difícil que se verifique. En todo caso era muy improbable que se produjera lo que vimos en 2008 y 2009 y ocurrió, así que se trata de tener los parachoques y los colchones suficientes para afrontar con éxito una situación similar.

En cuanto a supervisión macroprudencial se trata de complementar la visión tradicional del supervisor bancario. Tradicionalmente se ha tendido a mirar el balance de la caja “x” o del banco “y” examinando si tiene capital suficiente, pero sin tener en cuenta que existen elementos sistémicos que pueden afectar a una entidad aparentemente solvente y hacerla vulnerable. Por ejemplo, si una caja está posicionada en determinado tipo de activos, me parece que hablar de *subprime* con perspectiva es una obviedad, pero a lo mejor la *subprime* no parecía una obviedad hace cuatro años y eso hizo a los supervisores microprudenciales ignorar que una banca sólida con exposición a ciertos productos era vulnerable si el mercado de ese papel se cerraba, como ocurrió en 2007. Para eso sirve la supervisión macroprudencial, para que, desde una perspectiva amplia, se estudie el sistema financiero en su conjunto con sus interdependencias y vulnerabilidades. Si es posible identificar estos riesgos, este elemento de supervisión debería ponerse en contacto con el supervisor microprudencial para que le diga “estás muy bien, tienes esto que no me dan mucha confianza de manera que te recomendaría...” y aquí la recomendación que el supervisor crea pertinente: reducir la exposición, no pasar de determinado porcentaje o tratar de cambiar el tipo de inversiones... reforzando la posición de las entidades.

CONCLUSIÓN

El euro no está en crisis, sino que está viviendo uno de sus momentos estelares. La primera gran crisis del euro, como casi todas las crisis que hemos visto en Europa desde su creación, son crisis que sirven para avanzar hacia delante. No tengo ninguna duda de que esta situación de crisis constituye en realidad un salto importantísimo hacia una mayor integración.

Hay a quien le gustaría hablar de federación en Europa o de Unión Europea *strictu sensu*, y no me voy a manifestar sobre ello, pero creo que es evidente para todos, o debiera serlo, que no existe otro futuro que la Unión, para cualquier país que está en Europa, esté o no en la eurozona. Abandonemos las tentaciones de alcanzar soluciones fáciles y dejemos de lamentar cuánto nos cuesta Europa, qué difícil es cumplir con ciertos requerimientos en materia de disciplina fiscal y de ortodoxia financiera, porque en un mundo global no existe para nosotros otro futuro que el europeo, que Europa.

Europa nos ha proporcionado toda clase de beneficios e incluso protección durante la crisis, pero ahora tenemos que contribuir a que ese marco institucional siga proporcionando en el futuro beneficios. En realidad se está haciendo, aunque no nos demos cuenta de la importancia de lo que está pasando, de lo que significan los episodios del 7, 8, 9 y 10 de mayo de este año: aprobación del Fondo de Estabilización y otras decisiones del BCE que contribuyeron a detener un proceso de dislocación absoluta de los mercados financieros. Fue durante aquellos días en los que el papel soberano más serio no encontraba comprador, sencillamente porque los mercados habían hecho la apuesta de que el euro saltara por los aires. Tienen ahora una nueva prueba de que esto no va a ser así, de que, como siempre ha ocurrido, vamos a ganar de nuevo y lo tenemos que hacer también actuando a nivel nacional. Esta convicción ha llegado hasta los gobiernos nacionales más resistentes a esta idea y por lo tanto no tenemos otra salida que la de ser optimistas.

No hay crisis de confianza en el euro, sino que es una crisis de confianza en ciertas instituciones. El euro es nuestro destino común, no tenemos otro y no es imaginable un futuro para países como el nuestro sin el euro. Gracias.

.....

CURSO DE VERANO: “EUROPA EN EL S.XXI: SER O NO SER”. 21-22-23 julio. 2010.

Colaboradores:

