



## CONFERENCIAS

# ESTRATEGIAS ECONÓMICAS DE SALIDA DE LA CRISIS

Por José Manuel González-Páramo

Miembro del Comité Ejecutivo del Banco Central Europeo (BCE)

José Manuel González-Páramo analiza en esta conferencia las causas iniciales de la crisis actual y comenta algunos de los retos importantes que deben afrontar reguladores, bancos centrales y responsables de la política fiscal. En su conferencia, el Consejero del BCE defiende las medidas extraordinarias que los bancos centrales han tomado durante la crisis, y también justifica la reacción en materia fiscal de los gobiernos, a pesar de que ello haya supuesto un aumento del déficit público. Asegura que si el Banco Central Europeo prolonga sus provisiones de liquidez en condiciones favorables puede restar incentivos para que el sistema bancario acometa la reestructuración que necesita.

Fundación Ramón Areces, 25 de marzo de 2010

LAS TURBULENCIAS DE LOS DOS ÚLTIMOS AÑOS y medio han llevado a las autoridades públicas a adoptar medidas para estabilizar los mercados financieros, los sectores bancarios y la economía que no tienen precedentes históricos en cuanto a magnitud, rapidez y frecuencia. No podía ser de otra forma, afirma, dadas la especificidad compleja de la crisis, su

profundidad y su carácter global.

Desde el primer momento, sin embargo, era evidente que la plena eficacia de dichas medidas requería el diseño y la comunicación al público de unas estrategias de salida creíbles. El reto era, y sigue siendo, preservar la integridad del marco de estabilidad macroeconó-

mica de la zona del euro y la confianza de los ciudadanos en la estabilidad de precios a medio y largo plazo y en la solidez de las finanzas públicas.

### Medidas adoptadas durante la crisis

Permítanme recordar las medidas principales que los bancos centrales y los gobiernos han adoptado en la zona del euro durante la crisis financiera, agrupándolas en cuatro categorías:

- 1) ajustes a la política monetaria;
- 2) la estrategia de apoyo al crédito;
- 3) ajustes a la política fiscal; y
- 4) medidas de apoyo al sistema financiero.

En el ámbito de la política monetaria, cabe recordar que desde el principio de la fase de recrudescimiento de la crisis, el BCE ha ajustado a la baja significativamente sus tipos de interés de referencia en respuesta a la disminución de los riesgos para la estabilidad de precios en la zona del euro.

El 8 de octubre de 2008, el BCE anunció una reducción de 50 puntos básicos (hasta el 3,75%) de su tipo de interés de referencia, en una acción coordinada con otros bancos centrales, incluida la Reserva Federal. Desde entonces, el BCE ha reducido los tipos en 325 puntos básicos, en un contexto de descenso de las presiones inflacionistas en los horizontes temporales relevantes para la política monetaria, como reflejo del recrudescimiento de la crisis financiera y del deterioro de las perspectivas económicas.

En un documento publicado recientemente por el Banco de Pagos Internacionales, Clau-



dio Borio y Piti Disyatat (2009) señalan que las respuestas extraordinarias a la crisis de los principales bancos centrales del mundo pueden catalogarse en dos distintos tipos de intervenciones: *medidas referentes a los tipos de interés y medidas referidas a sus balances*. Obviamente, desde el principio de la crisis hubo un amplio consenso entre los principales bancos centrales respecto a la necesidad de una respuesta inusual por parte de la política monetaria, y que dicha respuesta no podía circunscribirse a las decisiones relativas a los tipos de interés.

En la zona del euro, el Eurosistema ha recurrido a una serie de medidas extraordinarias que conjuntamente constituyen su estrategia de apoyo al crédito (véase González-Páramo, 2009). Las medidas de gestión activa de la liquidez en euros vinieron acompañadas por una intensificación de la comunicación con el mercado y por un reforzamiento de la cooperación con otros bancos centrales.

Desde el principio de la crisis hubo un amplio consenso entre los principales bancos centrales respecto a la necesidad de una respuesta inusual por parte de la política monetaria, y que dicha respuesta no podía circunscribirse a las decisiones relativas a los tipos de interés

Con su estrategia de apoyo al crédito, el Eurosistema se ha esforzado por mitigar los riesgos derivados de la crisis para la estabilidad financiera y macroeconómica, centrándose en los siguientes objetivos:

- 1) favorecer el correcto funcionamiento del mercado monetario interbancario;
- 2) relajar las condiciones de financiación para las entidades de crédito y mejorar con ello el flujo de crédito a la economía en mayor medida de lo que se lograría bajando los tipos de interés oficiales; y
- 3) incrementar la liquidez en segmentos importantes del mercado de valores de renta fija privada, que desempeñan un papel importante en la provisión de financiación a las entidades de crédito.

Más concretamente, la estrategia del Eurosistema de apoyo al crédito se articula fundamentalmente sobre cinco pilares:

tema de apoyo al crédito se articula fundamentalmente sobre cinco pilares:

- 1) responder plenamente a los requerimientos de liquidez de las entidades de crédito empleando un procedimiento de subasta a tipo fijo con adjudicación plena en las operaciones de financiación del BCE;
- 2) ampliar temporalmente la lista de los activos de garantía admisibles;
- 3) ampliar los plazos de vencimiento de las operaciones de financiación a plazo más largo;
- 4) suministrar financiación en las divisas más relevantes; y
- 5) desde julio de 2009, prestar respaldo al mercado financiero realizando adquisiciones en firme de bonos bancarios garantizados (cédulas y títulos similares).

Es importante notar que todas estas medidas extraordinarias se centran en las entidades de crédito. De hecho, la respuesta del Eurosistema a la crisis se ha dirigido prioritariamente a ofrecer soporte al sector bancario, teniendo en cuenta que, en la zona del euro, estas entidades desempeñan un papel fundamental en tanto que son la fuente principal de financiación para la economía real.<sup>1</sup>

En conjunto, las medidas excepcionales adoptadas han demostrado ser muy efectivas.

### Los gobiernos europeos han adoptado iniciativas decisivas y coordinadas para estabilizar el sector bancario y mitigar el riesgo de una severa contracción del crédito

Con su adopción se ha garantizado un nivel adecuado de liquidez para el sistema bancario de la zona del euro a unas condiciones favorables, a fin de apoyar la provisión de crédito a los hogares y las empresas, contribuyendo

con ello a la reactivación de la economía de la zona del euro.

Como resultado de estas amplias condiciones de liquidez, el EONIA se ha situado en un nivel próximo al tipo aplicable a la facilidad de depósito, es decir, el 0,25%. Asimismo, dichas medidas han contribuido a reducir los diferenciales de tipos en el mercado monetario, a aplanar el perfil de la curva de rendimientos a corto plazo y a reactivar el mer-

cado de bonos garantizados, un instrumento clave de la financiación de las entidades de crédito.

Frente a la intensificación de la crisis económica a partir del verano de 2008, y sin necesidad de medidas específicas de las autoridades, los denominados estabilizadores automáticos han contribuido significativamente a la expansión presupuestaria. Dadas las perspectivas de una grave recesión, los gobiernos de la zona del euro anunciaron en otoño una serie de medidas discrecionales coordinadas de estímulo a la actividad. Según las estimaciones de la Comisión Europea, el impulso presupuestario representará cerca de un 5% del PIB acumulado para 2009 y 2010. Se trata de una cifra muy elevada, también en comparación con otras grandes regiones económicas.

Las previsiones de otoño de la Comisión Europea situaban el déficit público de la zona del euro en el 6,4% en 2009 y en el 6,9% en 2010, elevando la deuda pública hasta cerca del 84% del PIB. Asimismo, en 2010 el déficit probablemente superará el valor de referencia del 3% del PIB en todos los países de la zona del euro.

La magnitud del estímulo presupuestario como palanca para la recuperación económica está, ciertamente, justificada. Pero esa misma dimensión hace especialmente importante, primero, acertar en el diseño de las medidas, teniendo en cuenta la situación presupuestaria de cada país, a fin de garantizar que el dinero de los contribuyentes se gaste de manera adecuada y eficiente y, segundo, que los programas se entiendan y se diseñen como temporales.



Los gobiernos europeos han adoptado iniciativas decisivas y coordinadas para estabilizar el sector bancario y mitigar el riesgo de una severa contracción del crédito. A este fin, los gobiernos han facilitado un respaldo financiero sustancial mediante rescates, recapitalizaciones y prestación de garantías a las entidades europeas.

Así, los gobiernos han puesto a disposición de las entidades de crédito de la zona del euro hasta 130 mil millones de euros en inyecciones de capital, 1,7 billones en garantías para la emisión de bonos y unos 240 mil millones en esquemas de protección de activos. Por distintos motivos, su utilización efectiva es todavía reducida, si bien su volumen total parece adecuado a las potenciales pérdidas derivadas de préstamos fallidos y activos dañados. Debe decirse, al mismo tiempo, que el diseño de estas medidas no debería ser un

obstáculo a la necesaria reestructuración en los casos de sobredimensionamiento o de debilidad del modelo de negocio.

Las medidas adoptadas deben de aplicarse de forma que se mantenga una situación de igualdad de condiciones en el mercado financiero único de la UE y se minimice la carga para las finanzas públicas. Estos principios se han incorporado a una serie de recomendaciones efectuadas por el BCE a petición de la Comisión, en relación, por ejemplo, con la fijación de los precios de la recapitalización y de las garantías de los gobiernos.

### ¿Por qué necesitamos estrategias de salida?

Como he mencionado antes, los efectos ex-

<sup>1</sup> Véase a este respecto la evaluación comparativa en BCE (2009).



La atención de los mercados financieros se centra cada vez más en los riesgos de solvencia de los gobiernos.

Hay que reconocer que el déficit público agregado de la zona del euro es actualmente –en parte, gracias al Pacto de Estabilidad y Crecimiento– significativamente más bajo que en otras economías importantes, lo que supone cierta tranquilidad aunque sea limitada. Para poner orden en el ámbito presupuestario, es necesario actuar sin demora, especialmente en los países en los que la situación fiscal ha registrado mayor deterioro, a fin de evitar que las perspectivas de crecimiento a largo plazo se vean comprometidas por los altos niveles de déficit público.

En este momento, la cuestión clave para la política fiscal no es tanto «si» si no «en qué medida» y «en qué momento» debe iniciarse el saneamiento presupuestario.

Anteriormente he afirmado que el crecimiento del déficit público de los países de la zona del euro durante la crisis se debió principalmente a un proceso automático más que al efecto de las medidas discrecionales de estímulo fiscal. Sin embargo, no siempre lo que sube automáticamente baja de la misma forma.

La crisis ha situado a nuestras economías en una senda de menor crecimiento del producto potencial, aunque todavía no sabemos exactamente su nuevo nivel. Desde la perspectiva de hoy, la naturaleza de los déficits cíclicos del pasado tiene un mayor componente estructural. El sector público tiene que adaptarse a la nueva realidad de una actividad económica más reducida. En muchos países, esto significa que habrá que adoptar decisiones difíciles durante los próximos años.



A largo plazo, el saneamiento presupuestario –es decir, la recuperación de la sostenibilidad de las finanzas públicas– es claramente beneficioso para el crecimiento de la economía, aunque pueda tener un coste a corto plazo.

¿Significa esto que en las actuales circunstancias debería posponerse la consolidación presupuestaria hasta que la recuperación esté afianzada? Obviamente, siempre debe evitarse un endurecimiento fiscal prematuro que devuelva a la economía a la recesión, pero, exceptuando este caso, los ajustes fiscales deberían comenzar cuanto antes. Mientras la política presupuestaria se adentre o se mantenga en un curso insostenible, con ratios de deuda pública cada vez mayores, los costes sociales de retrasar la corrección excederán con seguridad los derivados de una actuación oportuna.

Cuando consideramos la estrategia de salida monetaria y fiscal desde una perspectiva común, se aduce con frecuencia que es preferible que la política fiscal se ajuste antes y en mayor medida que la política monetaria. Al mismo tiempo, una orientación fiscal más

## A largo plazo, el saneamiento presupuestario es claramente beneficioso para el crecimiento de la economía, aunque pueda tener un coste a corto plazo

restrictiva se traduce en una moderación de las presiones inflacionistas y de las expectativas de inflación.

Para una política monetaria orientada a la estabilidad, esto implicaría un margen tempo-

ral más amplio para la supresión gradual de las medidas de estímulo monetario. Sin embargo, este razonamiento olvida que, por su naturaleza, las medidas fiscales carecen de mecanismos eficaces que aseguren su reversibilidad, por lo que su retirada queda condicionada al supuesto de que todos los actores cumplirán las promesas de consolidación hechas *ex ante*. Y todos sabemos que este supuesto no siempre se materializa.

En primer lugar, en la zona del euro conviven muchas autoridades presupuestarias, por lo que predecir la futura orientación de la política fiscal y traducirla correctamente en decisiones de política monetaria no es tarea fácil. En este contexto, resultaría especialmente costoso que un retraso de la política monetaria comprometiese la estabilidad de precios o, igualmente importante, el sólido anclaje de las expectativas de inflación a medio plazo. Para decirlo de otra forma, la orientación a medio plazo de la política monetaria del Eurosistema es el “ancla nominal”, y constituye el instrumento más importante de coordinación *implícita* para todos los demás agentes económicos con sus

diversas responsabilidades, incluidas las autoridades fiscales. No debemos poner este ancla en peligro.

En segundo lugar, la función de la política monetaria se facilita si la orientación futura

de la política fiscal resulta razonablemente previsible. En la zona del euro, el Pacto de Estabilidad y Crecimiento tiene como objetivo garantizar la solvencia de las finanzas públicas y, en consecuencia, un grado razonable de certidumbre fiscal. Así pues, los repetidos llamamientos del BCE instando a los gobiernos a cumplir los compromisos adquiridos conforme al Pacto no han sido caprichosos. Dichos compromisos son por todos conocidos. Desde la perspectiva actual, el Consejo ECOFIN fijó en diciembre los plazos para la corrección del déficit en la mayoría de los Estados miembros de la zona del euro. El Consejo recomendó asimismo planes de ajuste anual dirigidos a lograr estos objetivos. Estos planes de saneamiento están recogidos en los programas de estabilidad que los Estados miembros han presentado recientemente a la Comisión y al Consejo conforme a lo establecido en el Pacto de Estabilidad y de Crecimiento.

No obstante, un plan o un objetivo son una cosa y su consecución podría ser bien distinta. En el pasado, el grado de cumplimiento efectivo de algunos de los gobiernos de la zona del euro ha sido desigual, lo que ha creado un cierto déficit de confianza que hoy es imperativo eliminar.

Por tanto, es fundamental que los objetivos de saneamiento queden reflejados cuanto antes en planes detallados de recaudación y de gasto. La elaboración de planes de ajuste presupuestario detallados y creíbles incrementaría la confianza de los inversores, creando un entorno más favorable a largo plazo para la financiación y ofrecería mayor certidumbre para las decisiones de ahorro e inversión de los hogares. Asimismo, facilitarían la función de la política monetaria de mantener la estabilidad de los precios durante el proceso de retorno gradual a un entorno monetario más

normal tras la crisis.

### Las lecciones de la crisis y los desafíos para el futuro

La crisis que comenzó en el verano de 2007 se ha convertido con el paso del tiempo en una de las más económicamente dañinas y socialmente costosas de las experimentadas en el mundo en muchas décadas. Si queremos minimizar el riesgo de que se repita en el futuro, estamos obligados a extraer todas las lecciones que la crisis nos ha dejado. En lo que resta de mi intervención, me limitaré a señalar algunos de los desafíos a los que habrán de enfrentarse los reguladores, los bancos centrales y las autoridades responsables de la política fiscal.

Comenzaré por la regulación financiera. La presente crisis ha puesto de manifiesto una serie de deficiencias en el marco regulador europeo e internacional, que han de subsanarse con urgencia a fin de fortalecer los fundamentos de nuestros sistemas financieros y de nuestras economías.

Como resultado, se han puesto en marcha diversas iniciativas en foros europeos e internacionales. Su número y su alcance son impresionantes y muy prometedores. Al mismo tiempo, coincidiendo con la mejora gradual de las condiciones de los mercados financieros, del sector bancario y, en términos más generales, de la economía, la urgencia de aplicar reformas a la arquitectura financiera para prevenir crisis similares en el futuro parece haberse desvanecido a los ojos de algunos importantes grupos de interés.

Cada vez con más frecuencia, se oyen explicaciones de por qué tales reformas deberían

## Tanto las autoridades públicas como las instituciones financieras tienen una responsabilidad colectiva para corregir las debilidades de los marcos de regulación y de supervisión

posponerse a un momento futuro o abandonarse por completo. Algunos de estos argumentos son: que las actuales reformas reguladoras podrían llevar a una sobreacción normativa; que tales reformas frenarían la innovación y el desarrollo financieros, que han sido los motores del crecimiento económico de las últimas décadas; que crearían más riesgo en el mundo empujando a los bancos hacia centros financieros no regulados; que tendrían un coste muy elevado para las entidades de crédito y, en última instancia, para sus clientes; y que mientras puedan obtenerse beneficios, las entidades de crédito encontrarán la forma de evitarlas. Estas y otras muchas razones componen una letanía de argumentos, cuyo único objetivo es convencernos de las ventajas de volver a la situación anterior a la crisis.

Permítanme decirles que, en mi opinión, esto no es posible. No hay retorno al *status quo ante*. Cuando consideramos la gravedad del coste económico y social de la crisis y la cantidad de recursos públicos empleados para reactivar el sector financiero, todos deberíamos aceptar el principio de que, sencillamente, no podemos volver al mundo de antes de la crisis. Tanto las autoridades públi-

cas como las instituciones financieras tienen una responsabilidad colectiva para corregir las debilidades de los marcos de regulación y de supervisión.

Para subrayar la enorme ambición de las reformas de la arquitectura financiera internacional, se podrían destacar diez ámbitos en los que se debe progresar:

- afrontar los riesgos que representan las instituciones sistémicamente importantes creando herramientas (por ejemplo, mayores exigencias de capital y de liquidez, límites al alcance o a la variedad de sus actividades) que reduzcan las consecuencias para la sociedad de instituciones «demasiado grandes para quebrar».
- revisar los procedimientos de resolución bancaria y de la legislación sobre insolvencia para garantizar una liquidación ordenada de instituciones transfronterizas complejas muy interconectadas en caso de quiebra.
- reforzar las principales infraestructuras y los mercados financieros, por ejemplo, mediante la promoción de entidades centrales de contrapartida y la revisión de las normas de supervisión de las infraestructuras de los mercados financieros.
- mejorar la calidad, la cantidad, la consistencia y la transparencia del capital de las entidades de crédito.
- aplicar ratios de apalancamiento no basadas en el riesgo para complementar los requerimientos de recursos propios basados en el riesgo y contribuir a frenar el crecimiento excesivo del balance de las entidades bancarias;
- introducir un tratamiento armonizado para el riesgo de liquidez;

- diseñar y aplicar reservas de capital y provisiones con perspectiva de futuro, a fin de mitigar la naturaleza procíclica inherente a las actividades financieras;

- corregir incentivos distorsionados que, al recompensar los beneficios a corto plazo en detrimento del rendimiento a largo plazo, predisponen a los sistemas financieros hacia un comportamiento miope;

- mejorar la transparencia aumentando la disponibilidad de datos relevantes desde el punto de vista de la estabilidad financiera; y

- asentar los pilares del sistema financiero internacional en marcos de regulación y supervisión nacionales pero internacionalmente coordinados, y en los que la supervisión macroprudencial debe recibir una atención adecuada.

Todas estas reformas están avanzando gracias a la labor realizada por el Consejo de Estabilidad Financiera, por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea y por otros órganos internacionales para convertir los diagnósticos en propuestas concretas de reforma. Sin embargo, en la situación actual no existe margen para la complacencia. No basta con diseñar las reformas, sino que hay que realizarlas con urgencia y de manera uniforme. Para esta tarea, las autoridades nacionales merecen nuestro pleno respaldo.

### El papel del Banco Central en el mantenimiento de la estabilidad financiera

Con relación a la supervisión macroprudencial, una lección muy importante que nos ha dejado la crisis es la necesidad de redefinir el

## Las políticas macroprudenciales pueden contribuir a reducir el carácter procíclico de diversos factores en el sistema financiero

marco de regulación y supervisión de la UE a favor de una *orientación macroprudencial o sistémica*.

La supervisión macroprudencial se refiere al sistema financiero en su conjunto y abarca el seguimiento, la valoración y la reducción del riesgo sistémico. Este enfoque de supervisión, reconoce que el riesgo sistémico es, en parte, de origen endógeno, puesto que depende del comportamiento colectivo de las instituciones financieras y de sus interconexiones, así como de la interacción entre los mercados financieros y la macroeconomía. Las políticas macroprudenciales están dirigidas a minimizar la formación de desequilibrios financieros y a garantizar que el sistema financiero tenga capacidad y fortaleza para afrontar una corrección de tales desequilibrios y la aparición de perturbaciones imprevistas.

Como ha destacado el Informe del Grupo de Larosière, los bancos centrales tienen una situación privilegiada para asumir la responsabilidad principal de la supervisión macroprudencial, por su experiencia y su capacidad analítica de los ámbitos monetarios y de la estabilidad financiera, y por su cercanía a los mercados monetarios y financieros.

Las estrechas interconexiones entre el sistema financiero y la macroeconomía son otro motivo para atribuir a los bancos centra-

les la competencia referida al análisis macroprudencial y a la formulación de las recomendaciones pertinentes. Las políticas macroprudenciales pueden contribuir a reducir el carácter procíclico de diversos factores en el sistema financiero. Estas medidas requerirán actuaciones reguladoras y supervisoras de alcance considerable que podrán concretarse en directrices generales o en recomendaciones concretas referidas a los instrumentos prudenciales.

En la UE, el Consejo Europeo de Riesgo Sistémico (CERS) llevará a cabo la vigilancia macroprudencial, y su función será identificar y evaluar los riesgos para la estabilidad del sistema financiero de la UE y emitir alertas si considera que los riesgos identificados parecen ser significativos. Cuando resulte apropiado, el CERS podrá complementar dichas alertas con recomendaciones sobre las medidas correctoras que convenga adoptar.

El BCE facilitará apoyo analítico, estadístico, administrativo y logístico al CERS. En particular, el BCE prestará asistencia al CERS en la recolección de datos y en la elaboración de las estadísticas. El BCE también colaborará con el CERS creando y aplicando nuevas herramientas y metodologías analíticas para la

identificación y la evaluación de los riesgos sistémicos y la emisión de alertas de riesgo.

No es necesario decir que la creación del CERS no altera en modo alguno la distribución de responsabilidades entre los órganos e instituciones competentes establecida en el Tratado de la UE, particularmente en lo referido al mantenimiento de la estabilidad de precios como el objetivo prioritario de la política monetaria del BCE. Al mismo tiempo, la asignación de cometidos específicos relacionados con el funcionamiento del CERS al BCE supone un reforzamiento de su capacidad para cumplir la función de contribuir al mantenimiento de la estabilidad financiera que le asigna el Tratado.



## La política monetaria y el precio de los activos

Otro de los retos para el futuro es la redefinición del papel que los precios de los activos deberían tener en las estrategias de política monetaria. Como nos muestra la crisis financiera actual, los costes macroeconómicos de la inestabilidad financiera y las dificultades que ésta representa para el mantenimiento de la estabilidad de precios constituyen un argumento para intentar evitar la aparición de burbujas de precios de activos. Una cuestión conexa pero distinta es si la política monetaria debería ocuparse de ello.

A este respecto, es necesario sopesar cuidadosamente varias consideraciones. En primer lugar, sabemos que identificar las burbujas de precios en tiempo real resulta extremadamente difícil. En segundo lugar, se aduce con frecuencia que los aumentos de los tipos de interés que se requerirían para aminorar las fluctuaciones de los precios de los activos en tiempos de «exuberancia irracional» serían tan elevados que podrían tener repercusiones negativas para la estabilidad macroeconómica.<sup>2</sup>

Sobre la base de estos argumentos, ampliamente aceptados en los entornos académicos y de banca central, un punto de vista, quizá predominante en el pasado, postula que es preferible esperar a que la burbuja estalle por sí sola y relajar después agresivamente la política monetaria para dar apoyo al sistema bancario y a la economía. La fuerte relajación de la política monetaria tras el estallido de la burbuja favorecería la estabilidad de precios y la estabilidad financiera, si bien a expensas

## Otro de los retos para el futuro es la redefinición del papel que los precios de los activos deberían tener en las estrategias de política monetaria

de la posibilidad de generar riesgo moral, y favoreciendo una asunción excesiva de riesgos en el futuro.

Una vía alternativa es «remar contra el viento», modulando la política monetaria de forma que sea acomodaticia en los períodos de bajada de los precios de los activos y restrictiva durante los ciclos de alzas de los mercados financieros. Con esta actuación, el Banco Central contribuiría a suavizar los ciclos alcistas y bajistas de precios de activos y sus posibles costes en términos de estabilidad macroeconómica y financiera.

El principal argumento contra este enfoque es el riesgo de que la prima del seguro asociada a esta política podría ser excesivamente elevada si la política monetaria reaccionase equivocadamente ante movimientos de precios de activos causados por variables fundamentales de la economía. Este riesgo está relacionado con la dificultad de identificar los desajustes de los precios de activos en tiempo real. Sin embargo, dicho riesgo no debería ser la coartada perfecta para la pasividad de la política monetaria. Como muestran recientes estudios realizados por investi-

gadores del Bancos de Pagos Internacionales<sup>3</sup> existen indicadores adelantados basados en la evolución monetaria y crediticia que pueden ayudar a identificar movimientos extraordinarios de los precios de los activos y, con ello, a determinar la necesidad de actuación de la política monetaria.

La estrategia de política monetaria del BCE está bien preparada para afrontar los riesgos generados por la trayectoria de los precios de los activos. Más concretamente, dos características de la política monetaria del BCE ofrecen el marco adecuado para «remar contra el viento»:

- en primer lugar, el horizonte a medio plazo de la definición del objetivo de estabilidad de precios –una tasa de inflación inferior, aunque próxima al 2% a medio plazo– permite una orientación de la política monetaria más restrictiva o acomodaticia de lo que se justificaría atendiendo estrictamente a las presiones inflacionistas durante un período de ascenso o descenso rápido de los precios de los activos;
- en segundo lugar, el análisis del BCE de la evolución del dinero y del crédito está dirigido a identificar riesgos de inflación a largo plazo y puede también ofrecer señales de intensificación de desequilibrios financieros.

## La sostenibilidad de las finanzas públicas

Me referiré, por último, a los retos a los que

se enfrenta la política fiscal. No es fácil precisar hasta qué punto la respuesta fiscal de la zona del euro ante la crisis ha estado condicionada por la estructura de la UEM y, en particular, por la normativa presupuestaria europea. Podría argüirse que la respuesta es «no demasiado».

En efecto, el apoyo gubernamental prestado al sector financiero ha sido en su mayor parte el resultado de operaciones financieras o fuera de balance, por lo que, de acuerdo con lo dispuesto en el Protocolo de Déficit Excesivo, anejo al Tratado de Lisboa, no ha tenido repercusiones en el déficit. Obviamente, no ha existido una decisión concertada de mantener los niveles de déficit y de deuda previstos en el Tratado por debajo de sus techos respectivos, 3% y 60% del producto interior bruto, con independencia de la situación de la economía. Si retrocedemos al otoño de 2008, era ya evidente que la mayoría de los países se dirigían a una situación de déficit «excesivo» en el sentido del Tratado, si no en 2008, ciertamente en 2009. No obstante, la mayoría de los gobiernos de la zona del euro aplicaron medidas de estímulo fiscal. En términos más generales, los elevados déficits presupuestarios registrados en casi todos los países industrializados durante el año pasado no son acordes con el límite del 3% para el déficit público establecido en el Tratado y en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento.

Así pues, en lo que se refiere a la política presupuestaria, podría afirmarse que, en cierto modo, el Tratado y el Pacto de Estabilidad y Crecimiento fueron sencillamente ignorados, y tratados como un obstáculo molesto

<sup>2</sup> Para un análisis de diversos argumentos recientes que cuestionan el punto de vista de que la política monetaria es un instrumento demasiado impreciso y contundente para «intervenir en contra de la tendencia», véase Papademos (2009).

<sup>3</sup> Véase por ejemplo Claudio Borio y Philip Lowe (2002): «Asset prices, financial and monetary stability: Exploring the nexus», documento de trabajo nº 114, julio, PBI.

que se ha dejado de lado. Sin embargo, creo que, al menos por cuatro razones, este punto de vista sería demasiado simplista y poco acertado.

En primer lugar, el Pacto de Estabilidad y Crecimiento tiene sus «cláusulas de flexibilidad». De acuerdo con lo dispuesto en el Pacto, se entiende que una recesión es grave —es decir, que podría generar un déficit superior al valor de referencia del 3% del PIB— si se registra una tasa negativa de crecimiento del producto o un período prolongado de bajo crecimiento en relación con el potencial. De acuerdo con este o con cualquier otro criterio, las circunstancias que se dieron en el punto álgido de la crisis económica y financiera eran muy graves y justificaban una respuesta excepcional de la política fiscal.

### La crisis también ha demostrado que existe un margen para mejorar la coordinación de las políticas fiscales en Europa

En segundo lugar, algunos países de la zona del euro —incluida España— entraron en la crisis con posiciones de partida relativamente fuertes en lo que se refiere a bajos niveles de deuda pública y/o superávit presupuestario. Por tanto, en este sentido, al menos algunos países disponían de margen de maniobra fiscal al principio de la crisis.

En tercer lugar, el alcance de las medidas discretivas de estímulo fiscal adoptadas por

los gobiernos de la zona del euro ha reflejado la fortaleza o la debilidad de su situación presupuestaria inicial. Los paquetes de estímulo fiscal han sido comparativamente sustanciales en países con un bajo nivel de deuda o con superávit como España y Alemania, pero prácticamente inexistentes en países con altos niveles de deuda, como Italia.

Y, por último, en la zona del euro, el estímulo fiscal discrecional no ha sido en realidad muy significativo. Según la Comisión Europea, las medidas adoptadas por los gobiernos de la zona del euro, de acuerdo con el Plan Europeo de Recuperación Económica, representaron aproximadamente un 1% del PIB agregado en 2009. E incluso esta estimación es probablemente un poco exagerada, puesto que excluye el hecho de que en algunos países se acordaron también subidas de impuestos y recortes del gasto.

El aumento del déficit público en los países de la zona del euro durante la crisis hay que atribuirlo, en su mayor parte, no a las medidas discretivas de estímulo, sino a la respuesta automática de la política fiscal frente al descenso del producto y de la inflación. Los ingresos tributarios cayeron como consecuencia de la bajada de los salarios, de los beneficios, del consumo y de los precios de los activos, mientras que el gasto social se incrementó debido al crecimiento del desempleo. Por otra parte —y esto es algo que tiende a olvidarse— la aplicación de los presupuestos de gasto expresados en términos monetarios, en un contexto de bajada de la inflación mayor de lo esperado, ha significado un aumento del gasto en términos reales y, por supuesto, mayores niveles de déficit. En contraste con Europa, en Estados Unidos puede atribuirse a las medidas discretivas de estímulo una mayor proporción del aumento del déficit relacionado con la crisis, aunque esto podría



justificarse considerando el menor tamaño del sector público estadounidense.

La cuestión de fondo es que en la zona del euro se habrían registrado déficit públicos muy por encima del valor de referencia del 3% del PIB establecido en el Tratado, incluso sin medidas discretivas de estímulo. Intentar evitar este resultado coincidiendo con la peor recesión en muchas décadas, y en un contexto de fuerte incertidumbre, era para la mayoría de los países una opción poco realista.

Pero, incluso en estas circunstancias extremas, la normativa fiscal europea no quedó aparcada. Dado que el déficit real o esperado de algunos países ha sobrepasado el valor de referencia del 3%, se han iniciado diversos procedimientos de déficit excesivo en la forma prevista en el Tratado y en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. El impacto de di-

chos procedimientos no es despreciable, ya que con ellos se ha obligado a los países a los que se dirigen, desde una fase relativamente temprana, a adoptar un compromiso formal y público referente a las estrategias de ajuste presupuestario que han de poner en práctica en la salida de la crisis.

Sin embargo, no cabe duda que la crisis también ha demostrado que existe un margen para mejorar la coordinación de las políticas fiscales en Europa. La coordinación tiene que ser más estrecha y prever el fortalecimiento de los mecanismos de seguimiento y vigilancia por parte de las autoridades europeas. A tal fin, es esencial garantizar la calidad de los datos presupuestarios del sector público y su conformidad con el marco estadístico europeo. La fiabilidad de las estadísticas fiscales constituye una condición imprescindible para garantizar la eficacia y credibilidad del marco multilateral de vigilancia.

Déjenme finalmente subrayar que la crisis ha confirmado, asimismo, que el mantenimiento sistemático de diferenciales positivos de inflación de algunos países miembros en relación con el resto de la zona del euro acaba por suponer pérdidas de competitividad y un mayor desempleo en dichos países. Es probablemente ahora cuando mejor se entiende la continua insistencia del Banco Central Europeo en la necesidad de adoptar medidas oportunas de reforma estructural de los mercados de bienes, servicios y trabajo para aumentar

### Resulta aún prematuro determinar con precisión la efectividad de las medidas de los bancos centrales y los gobiernos para estabilizar el sistema financiero y la economía de la zona del euro

la flexibilidad y la resistencia de las economías nacionales de la zona del euro. Cuando los diferenciales de inflación nacionales tienen su origen en políticas e instituciones nacionales inapropiadas, es imprescindible la adopción de reformas estructurales por parte de los gobiernos nacionales. Lejos de ser un coste, las reformas son la condición necesaria para poder disfrutar de forma plena los beneficios de pertenecer a la moneda única.

### Comentarios finales

Resulta aún prematuro determinar con precisión la efectividad de las medidas de los bancos centrales y los gobiernos para estabilizar el sistema financiero y la economía de la zona del euro. No obstante, es indiscutible que, a grandes rasgos, estas actuaciones han sido efectivas.

Cabe subrayar que para evitar que el apoyo al sistema financiero y a la actividad económica a corto plazo pueda verse contrarrestado por los efectos negativos asociados a la pérdida de confianza de los ciudadanos en la estabilidad de precios y en la solidez de las finanzas públicas a largo plazo, es imprescindible que los paquetes de medidas incluyan estrategias de salida creíbles.

Los gobiernos, en particular, deben asumir compromisos creíbles y coherentes con un pronto retorno a posiciones fiscales saneadas, en línea con el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, a fin de preservar la integridad del marco presupuestario de la UE y la confianza de los ciudadanos en la sostenibilidad de las finanzas públicas.

### Referencias

BCE (2009), "The external financing of households and non-financial corporations: A comparison of the euro area and the United States", Boletín Mensual, abril.

Borio, C. y P. Disyatat (2009), "Unconventional monetary policies: an appraisal", documento de trabajo nº 292, noviembre, BPI.

Borio, C. y P. Lowe (2002), "Asset prices, financial and monetary stability: Exploring the nexos", documento de trabajo nº 114, julio, PBI.

González-Páramo, J. M. (2009), "Financial market failures and public policies: A central banker's perspective on the global financial crisis", Hacienda Pública Española. Revista de Economía Pública, 190(3), pp. 127-156.

Grupo de Larosière (2009), "El informe del grupo de alto nivel sobre supervisión financiera en la UE, presidido por Jacques de Larosière", febrero.

Papademos (2009): «Monetary policy and the 'Great Crisis': Lessons and challenges» discurso pronunciado en la conferencia 37<sup>th</sup> Economics Conference «Beyond the Crisis: Economic Policy in a New Macroeconomic Environment», Viena.



### José Manuel González-Páramo

es uno de los seis miembros –y único español– que forman parte del Comité Ejecutivo del Banco Central Europeo desde junio de 2004. Hasta esa fecha era miembro de la Comisión Ejecutiva del Banco de España. En su larga trayectoria profesional ha realizado funciones consultivas y actividades de investigación entre otras en las siguientes instituciones: Banco Mundial, Banco Interamericano de Desarrollo y Comisión Europea.

González-Páramo es Doctor en Ciencias Económicas por la Universidad Complutense, Madrid, y Ph. D. en Economía, Columbia University, Nueva York. Desde 1988 es Catedrático de Economía Pública en la Universidad Complutense.