

# Artículos de Prensa

Madrid, 6 de junio de 2012  
**Análisis Económico**

**NeG**, blog de economía  
<http://www.fedeablogs.net>

**Rafael Doménech**  
Economista Jefe de  
Economías Desarrolladas de  
BBVA Research

**Javier Andrés**  
Catedrático de Fundamentos del  
Análisis Económico de la  
Universidad de Valencia y profesor  
visitante de la Universidad de  
Glasgow

## El Euro: hacia una solución cooperativa y dinámicamente consistente

El éxito del Banco Central Europeo en el anclaje de las expectativas de inflación en la Eurozona se ha basado en una solución de manual a un problema de comportamiento estratégico entre agentes involucrados en un juego dinámico. Se ha optado por una solución cooperativa y dinámicamente consistente en la elaboración de la política monetaria: el BCE anuncia un objetivo de inflación y una estrategia de política monetaria que el sector privado cree, generando con ello al BCE el incentivo a no desviarse de las mismas. Cada vez es más evidente que la Eurozona necesita de una aproximación similar para resolver el principal problema al que se enfrenta hoy en día, y que está distorsionando los mercados de deuda privada y pública: la credibilidad sobre la supervivencia del Euro en su perímetro actual.

La solución debe basarse en una combinación de medidas que sean: a) eficaces a corto plazo para frenar el alza del coste de financiación y para la eventualidad de una resolución desordenada de la crisis griega; b) resultado de la cooperación -no de la confrontación- entre los estados miembros y las autoridades comunitarias; y c) temporalmente consistentes con el diseño a largo plazo de los mecanismos e instituciones sobre los que descansa la eurozona. Una solución que genere incentivos para que ninguno de los participantes renuncie en el futuro a sus compromisos adquiridos en la actualidad.

Hay diversos ejemplos de medidas con un diseño dinámico defectuoso. Pedimos que el BCE reactive su programa de compra de deuda soberana para reducir la presión sobre las primas de riesgo de España e Italia, pero no nos planteamos por cuánto tiempo puede aplicarse esta medida ni qué pasará cuando el BCE la desactive. Ya se intentó en verano de 2011 con éxito coyuntural pero eso no ha eliminado los problemas que han rebrotado con más fuerza estos días. Algo parecido sucedería con el aumento de la inflación que se reclama para Europa. Aunque logre devaluar la deuda sin perjudicar seriamente al ahorro, su impacto sobre la credibilidad del BCE puede ser definitivo. Y lo mismo puede decirse de los programas de estímulo fiscal de 2008 y 2009, que hubieron de ser reorientados a toda prisa ante la crisis fiscal en Europa. Es indispensable extraer lecciones de esas experiencias. Aunque a corto plazo posiblemente el BCE tenga que reactivar su programa de compra hasta que otros mecanismos y soluciones más eficaces estén operativos, es necesario diseñar y anunciar ya una estrategia que sea consistente con una integración económica, fiscal y financiera completa a largo plazo de la UEM. De igual forma, los rescates a Grecia, Portugal e Irlanda se han convertido -aunque con diferencias significativas entre ellos- en ratoneras en las que Europa, el FMI y los acreedores privados han comprometido fondos, sin que se atisbe una resolución definitiva de los problemas ni la vuelta de estos países al mercado en condiciones razonables. De estas intervenciones hemos aprendido que los ajustes fiscales deben ser más progresivos y centrados en objetivos de déficit estructural, que la reestructuración y estabilización del sector financiero debe tener un componente supranacional para evitar la retroalimentación entre crisis bancarias y crisis soberanas, que los beneficios de las reformas estructurales llevan tiempo y que no hay que minusvalorar el riesgo de fatiga y pérdida de apoyo social a las reformas.

La solución a la crisis ha de ser cooperativa, evitando la sensación de que la confianza en la ayuda europea se justifica a veces sobre la base de que la UEM puede perder más con la salida de un país de lo que cuesta ayudarle. O que un país puede ganar más saliéndose que permaneciendo con un programa de ayuda. Además de basarse en una evaluación errónea de costes y beneficios, esas premisas dan lugar a una desconfianza que imposibilita profundizar en la integración. La cooperación debe darse a tres niveles. Primero, entre los gobiernos nacionales y las instituciones

comunitarias, aceptando la condicionalidad de la ayuda -con rescate o sin él- que debe ser diseñada adecuadamente. Hay que aprovechar las sinergias entre la voluntad de impulsar los cambios, que se ve favorecida por la presión exterior, con el diseño de las reformas estructurales, en las que seguramente las autoridades nacionales tienen ventaja sobre las comunitarias. Segundo, esta cooperación debe establecerse además entre los gobiernos nacionales y sus ciudadanos para que las reformas no queden únicamente en recortes sino que se perciban también como cambios legales destinados a hacer más eficiente el funcionamiento de nuestras economías. Y, por último, no debe olvidarse la cooperación entre grupos sociales para que el coste se reparta equitativamente, entre naciones y entre los ciudadanos de un país. Seguramente es imposible que la salida de la crisis se haga mejorando la distribución de la renta en los países de la Eurozona, pero hay que evitar un deterioro adicional de la misma, mediante políticas redistributivas adecuadas, y una mejora en la igualdad de oportunidades, con la educación como elemento central.

Una hoja de ruta dinámicamente consistente requiere profundizar simultáneamente en tres áreas de integración con medidas de corto, medio y largo plazo coherentes entre sí: económica, fiscal y financiera. La Integración económica se ha visto impulsada con la puesta en marcha del Macroeconomic Imbalance Procedure. Aunque es un ejemplo de consistencia entre los objetivos a corto y a largo plazo, es importante evitar que su funcionamiento incurra en los mismos defectos que tuvo el seguimiento del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. En la actualidad, una vez que los desequilibrios ya están ahí, debe poner más énfasis en la búsqueda conjunta de soluciones que en las sanciones -unilaterales-, teniendo presente que algunos de esos desequilibrios van a llevar mucho tiempo en reducirse, por muy bien que se hagan las cosas. Por eso también es necesario complementar las políticas de ajuste fiscal y reformas estructurales con la ayuda al crecimiento, mediante políticas y fondos europeos que faciliten la salida de la crisis a los países con mayores tasas de desempleo.

Cuando se haya asegurado una mayor convergencia entre los parámetros fiscales nacionales -el Fiscal Compact- la integración fiscal requiere a largo plazo la existencia de un Tesoro Europeo con capacidad financiera significativa para emitir un bono común, para financiar políticas y proyectos europeos, y para llevar a cabo funciones estabilizadoras del ciclo económico. Para ello será necesaria la cesión de cantidades significativas de impuestos por parte de los Tesoros nacionales. Este bono común constituiría además el activo libre de riesgo necesario para fomentar el ahorro y la acción de la política monetaria por parte del BCE. En la transición hacia ese objetivo, a medio plazo es necesario que la eurozona permita que el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) pueda gestionar eficazmente el riesgo soberano. La intervención del MEDE se llevaría a cabo a cambio de una condicionalidad estricta en la corrección de sus desequilibrios excesivos de los países y su objetivo no sería eliminar sino poner un límite a las primas de riesgo. El MEDE obtendría su liquidez para acciones estabilizadoras mediante la emisión de deuda propia y a través del BCE con colateral de máxima calidad, de modo que el riesgo soberano sea íntegramente asumido por todos los gobiernos de la eurozona a través del MEDE. Sin embargo, esta solución puede tardar meses en estar operativa y no llegar a tiempo para resolver la situación actual. Por ello a muy corto plazo será necesario que el BCE reactive transitoriamente su programa de compra de bonos en el mercado secundario, pero con el anuncio de un compromiso de recompra por parte del MEDE de los bonos acumulados por el BCE, tan pronto como sea posible. También el EFSF debe comprar transitoriamente en las subastas de deuda pública en el mercado primario, para aumentar la credibilidad y eficacia de la actuación del BCE. En definitiva a cambio de un diseño coordinado con las instituciones europeas de las políticas económicas nacionales, el BCE y el EFSF, a muy corto plazo, y el MEDE, tan pronto como sea posible, deben actuar manteniendo el acceso a los mercados del sector privado y público, con primas de riesgo a niveles razonables y estables, para anclar las expectativas de los demandantes y oferentes de los activos financieros de cualquier país de la UEM.

Por último, la integración financiera a largo plazo necesita una regulación común, un fondo de garantía europeo, un supervisor europeo y un mecanismo supranacional de resolución de crisis bancarias. Estas recomendaciones acaban de ser propuestas por la Comisión Europea, como los pasos siguientes hacia una integración económica y monetaria completa. Los mercados deben tener claro que el BCE dispone del margen de maniobra necesario para asegurar los objetivos

de estabilidad financiera y de salvaguarda del Euro ya que, como hemos visto durante la crisis, la inestabilidad de la inflación no es el único riesgo a que está sometida la supervivencia de una moneda en una unión monetaria. A corto plazo es necesario un mecanismo supranacional que permita resolver las crisis de entidades bancarias europeas evitando la interacción entre las crisis bancarias nacionales y del soberano, como ocurrió con Irlanda y ahora amenaza a España. Los fondos de recapitalización necesarios deben canalizarse a través del MEDE, imponiendo una condicionalidad específica a las entidades intervenidas y no a los gobiernos, pero diseñando los procesos de reestructuración desde las autoridades europeas. Como han señalado algunos analistas -Davies o Münchau- para alcanzar una verdadera unión bancaria deberían resolverse antes algunos problemas legales, lo que a muy corto plazo hace difícil que surja una solución óptima al problema de recapitalización de algunas entidades europeas, particularmente españolas. No obstante, un compromiso político a corto plazo por parte de los líderes europeos, que muestre su determinación para alcanzar cuanto antes una auténtica unión bancaria, despejaría muchas incertidumbres y permitiría anclar expectativas sobre el riesgo bancario y soberano, y aumentar la eficacia de las medidas transitorias que sí pueden llevarse a cabo a muy corto plazo.

En definitiva el Euro, en general, y algunos países de la Eurozona, en particular, necesitan recuperar la credibilidad perdida. Esto sólo puede lograrse con un diseño coherente de las instituciones comunes y de las políticas nacionales, que muestre que hemos aprendido la lección sobre los errores de diseño de la UEM. Una estrategia que sea transparente y temporalmente consistente, con soluciones a corto plazo coherentes con los objetivos a largo, y que se base en una solución cooperativa entre los estados miembros y las instituciones europeas. Éste puede ser un proceso lento. Por eso también necesitamos poner sobre la mesa la determinación suficiente para aplicar con rapidez cualquier medida que sea necesaria por parte de los gobiernos nacionales y de las instituciones europeas. Con ello evitaremos que algún accidente dé al traste con un proyecto del que todos hemos obtenido y seguiremos obteniendo tantos beneficios.