



Xavier Vives
Profesor del Iese

Director del Centro Sector Público-Sector Privado del Iese

“ El BCE nos ha proporcionado una ventana temporal para solventar los problemas en la arquitectura de la zona euro y para que

los países que no hayan hecho sus reformas –Francia incluida– las hagan”



LAS PERSPECTIVAS DEL EURO



El presidente del Banco Central Europeo, Mario Draghi, afirmó en julio del 2012 que el euro es irreversible

HANNELORE FOERSTER / BLOOMBERG

Es el euro irreversible tal como afirmó Mario Draghi en su famosa conferencia de prensa en Londres en julio del 2012? La respuesta corta es que todavía no ha llegado a buen puerto y que alguna tempestad puede generar problemas en el futuro próximo. El euro nació como fruto de una unión monetaria que no había puesto las bases de su estabilidad. En efecto, los pilares en los que se asentaba eran un pacto de estabilidad fiscal con límites a la deuda y al déficit públicos, una cláusula de no-rescate para los países que tuvieran problemas, un plan de integración bancaria y financiera, y la esperanza de que las disparidades en competitividad de los distintos países desaparecerían gradualmente.

El invento funcionó de maravilla y los mercados redujeron a casi cero la prima de riesgo de los bonos soberanos de los países del sur de Europa (*Club Med* en términos más informales) en relación con los sólidos bonos alemanes. De maravilla hasta que la crisis estalla en el 2007 y los diferenciales de interés aumentan de manera dramática culminando en la crisis de deuda soberana en la que estamos inmersos los países GIIPS (Grecia, Irlanda, Italia, Portugal y España). ¿Qué había pasado?

Fundamentalmente, que fallaron todos los pilares: el pacto

de estabilidad fiscal por el incumplimiento sin sanción, entre otros, de Francia y Alemania; el diferencial de competitividad entre centro y periferia se ensanchó porque los países de la periferia no hicieron las reformas necesarias cuando Alemania y otros países nórdicos sí las hicieron; y la crisis implicó una marcha atrás acelerada en el proceso de integración financiera. El resultado fue una sucesión de rescates: Grecia, Irlanda, Portugal y España (banca). Los pilares fallaron porque las condiciones de estabilidad de una unión monetaria sin integración fiscal y del mercado laboral son muy estrictas.

La unión monetaria se diseñó con unos mecanismos faltos de credibilidad y con una arquitectura incompleta

La unión monetaria fue diseñada con una arquitectura muy incompleta y con mecanismos faltos de credibilidad (tanto el pacto de estabilidad fiscal como la cláusula de no-rescate). Además no se pusieron las bases de lo que ahora se denomina la unión bancaria: una supervisión integrada en la zona euro, mecanismos de seguro de depósito y de resolución bancarios europeos y unas reglas de juego uniformes. La ne-

cesidad de esta unión bancaria ya se había advertido en el lanzamiento del proyecto (por mi parte publiqué un documento corto sobre el tema el mismo 1992).

Las declaraciones y acciones de Draghi, primero con las grandes operaciones de liquidez (LTRO) y después con el plan del verano pasado de compra de bonos de economías en apuros –siempre que pidan un rescate a los mecanismos europeos de estabilidad– estabilizan el mercado y dan un respiro a los países y a las autoridades europeas para que hagan los deberes de una vez. Sin embargo, estas medidas por sí solas no van a estabilizar definitivamente la moneda única sino que compran tiempo para que se lleven a cabo las reformas necesarias en la arquitectura europea y en los países de la unión.

Una razón por la cual las acciones del Banco Central Europeo (BCE) no son la solución final es que, de momento, la simple amenaza de intervención del BCE combinada con los mecanismos de estabilidad europeos ha sido suficiente para relajar la prima de riesgo en España e Italia. No obstante, el mercado puede intentar comprobar si esta promesa de intervención se lleva a cabo. El problema del BCE es que no tiene el respaldo de un Tesoro como tiene la Reserva Federal en Estados Unidos. El BCE cuando compra bonos soberanos de países que tienen dificultades para

refinanciar su deuda, como España o Italia, pone en riesgo su balance puesto que los problemas de liquidez se pueden transformar en problemas de solvencia. Este hecho limita su posible intervención. En la práctica no puede intervenir sin la aquiescencia de Alemania y esta es una de las razones por las cuales es muy difícil que una unión monetaria funcione sin una unión fiscal.

La especulación se puede controlar con un compromiso a actuar de manera ilimitada, pero la afirmación de Draghi puede ser un farol si en el momento de la verdad Alemania no la aprueba por temor a un elevado coste

La especulación se puede controlar con un compromiso del BCE de actuar de manera ilimitada

eventual para sus contribuyentes. Por otro lado, se ha avanzado en la unión bancaria al ser designado el BCE como supervisor del sistema bancario europeo, pero el proceso de constitución de una autoridad de resolución bancaria y de sistema de seguro de depósitos europeos, constituyentes esenciales de la unión, será lento.

La razón es que este proceso implica compromisos fiscales que a la postre sólo se pueden

conseguir con mayores cesiones de soberanía de los países europeos. Ya tenemos una indicación en el hecho de que Alemania no ve con buenos ojos la posibilidad de que los mecanismos de estabilidad ayuden directamente a los bancos con problemas para romper el círculo vicioso entre el riesgo bancario y el riesgo soberano.

A corto plazo se pueden generar noticias desestabilizadoras, por ejemplo el dato del déficit público de España en el 2012 (la pregunta no es si habrá desviación sobre el objetivo sino cuan grande será) y el resultado de las elecciones italianas. Además, el círculo entre la austeridad necesaria para reducir la carga de la deuda y la recesión en la periferia de Europa debería relajarse. Para reducir déficit y deuda es más importante la credibilidad en los objetivos que una ambición excesiva. Un euro más débil y un poco más de inflación en Alemania serían bienvenidos.

El BCE nos ha proporcionado una ventana temporal para solventar los problemas en la arquitectura de la zona euro y para que los países que no hayan hecho sus reformas (Francia incluida) las hagan. Draghi, con la ayuda de Monti, ha proporcionado el margen de maniobra necesario y la zona euro ha empezado a tomar decisiones importantes. Ahora bien, los que no se hayan puesto tapones en los oídos podrán escuchar el tictac del reloj.