

Cuadernos Europeos de Deusto

Cuadernos Europeos de Deusto

Núm. 41/2009

Dirección y Consejo de redacción:

Directora: Beatriz Pérez de las Heras (U. Deusto, Bilbao)
Secretario: José Ramón Canedo (U. Deusto, Bilbao)
Administrador: Francisco Rodríguez (U. Deusto, Bilbao)
Consejo de redacción: Francisco Aldecoa (U. Complutense, Madrid)
Javier Bilbao (U. País Vasco, Bilbao)
M.ª Jesús Cava (U. Deusto, Bilbao)
Félix Echevarría (Bufete Echevarría Portell, Barakaldo)
Igor Filibi (U. País Vasco, Bilbao)
J. Carlos García Gallego (Tribunal Económico Administrativo Regional del País Vasco, Bilbao)
Laura Gómez Urquijo (U. Deusto, Bilbao)
Beatriz Iñarritu (U. Deusto, Bilbao)
Nicolás Mariscal (U. Deusto, Bilbao)
José Martín y Pérez de Nanclares (U. La Rioja, Logroño)
José Palacio (TJCE, Luxemburgo)
Mariola Urrea (U. La Rioja, Logroño)

Administración y suscripciones:

Instituto de Estudios Europeos
Universidad de Deusto - Apartado 1 - E48080 Bilbao
Tfno.: 944 139 284 Fax: 944 139 284 Email: estudios.europeos@deusto.es

Precios de Suscripción:

2 números año:
Zona euro 36 euros (IVA incluido)
Otras zonas 51 dólares

Número suelto:
Zona euro 21 euros (IVA incluido)
Otras zonas 31,50 dólares

Cuadernos Europeos de Deusto es una revista universitaria, tanto por la mayoría de sus autores y lectores como por su estilo, especializada en el estudio de temas jurídicos, económicos, políticos, sociales e históricos relativos al proceso de integración europea.

Cuadernos Europeos de Deusto agradece el patrocinio de la Dirección General de Servicios del Departamento de Hacienda y Finanzas de la Diputación Foral de Bizkaia, que ha hecho posible la publicación del presente número.

Revista incluida en el catálogo LATINDEX.
Indexada en la base de datos ISOC.

Impreso en España/Printed in Spain

ISSN: 1130-8354

Depósito legal: BI - 620-91

Revista

Cuadernos Europeos de Deusto

Normas de publicación

1. **Contenido.** La revista *Cuadernos Europeos de Deusto* publica, con carácter semestral (octubre y abril), estudios jurídicos, económicos, políticos, sociales e históricos sobre el proceso de integración europea.
2. **Envío de originales.** Los originales han de ser inéditos, escritos en alguna de las lenguas oficiales de la Unión Europea o en euskera, en Microsoft Word o formato compatible. Se enviarán en papel al Instituto de Estudios Europeos (a la atención del Director de la Revista) y, también, en soporte electrónico (disquete, CD-ROM o correo electrónico) a la dirección: *estudios.europeos@deusto.es*.
3. **Formato.** En primera página se incluirá el título, nombre del autor, filiación académica, direcciones de correo ordinario y electrónico y teléfono de contacto. La segunda página recogerá un sumario, dos resúmenes, en castellano e inglés, de unas 120 palabras cada uno y las palabras clave del trabajo (entre 3 y 5 palabras) tanto en castellano como en inglés.
4. **Normas de edición.** Las normas de edición son las habitualmente utilizadas en publicaciones científicas, tal como se recoge en las «Normas básicas para la presentación de trabajos escritos» de la Facultad de Derecho de la Universidad de Deusto. Ejemplos:
 - a) Bibliografía
 - MANGAS MARTÍN, A.; LIÑÁN NOGUERAS, D. J., *Instituciones y Derecho de la Unión Europea*, Ed. Tecnos, Madrid, 2005, 5.ª ed.
 - ROJO SALGADO, A., «La importancia de la dimensión regional para la buena gobernanza europea», *Cuadernos Europeos de Deusto*, n.º 35/2006, pp. 119-142.
 - DE WITTE, B., «Direct Effect, Supremacy, and the Nature of the Legal Order», en CRAIG, P. P. & DE BURCA, G. (eds.), *The Evolution of EU Law*, University Press, Oxford, 1999, pp. 177-213.
 - b) Legislación
 - España. Ley Orgánica 8/2003, de 9 de julio, para la Reforma Concursal, por la que se modifica la Ley Orgánica 6/1985, de 1 de julio, del Poder Judicial. *Boletín Oficial del Estado*, 10 de julio de 2003, n.º 164, p. 26901.
 - Convención de 11 de abril de 1980 de las Naciones Unidas sobre los contratos de compraventa internacional de mercaderías, hecha en Viena. Instrumento de adhesión de España de 17 de julio de 1990, *Boletín Oficial del Estado*, 30 de enero de 1991, n.º 26/1991, p. 3170.
 - Reglamento (CE) n.º 2201/2003 del Consejo, de 27 de noviembre de 2003, relativo a la competencia, el reconocimiento y la ejecución de resoluciones judiciales en materia matrimonial y de responsabilidad parental, por el que se deroga el Reglamento (CE) n.º 1347/2000, *Diario Oficial de la Unión Europea* n.º L 338, de 23 de diciembre de 2003, p. 1.
 - c) Jurisprudencia
 - Sentencia del Tribunal Constitucional (o STC) 32/1981, de 28 de julio, FJ 5.º.
 - Sentencia del Tribunal Europeo de Derechos Humanos de 21 de febrero de 1984. Öztürk. Publicaciones del Tribunal Europeo, Serie A, Vol. 73.
 - Sentencia del Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas (Sala Sexta) de 15 de enero de 2004, As. C-230/01, Intervention Board for Agricultural Produce/Enycloed Farming Partnership. Rec. 2004, p. 175.

5. **Proceso de publicación.** La Dirección de la Revista, con la participación y asesoramiento del Consejo de Redacción decidirá la publicación de los trabajos basándose en un doble dictamen. Los trabajos serán publicados como «Estudios» debiendo tener una extensión entre 7.000 y 15.000 palabras. Los autores de los trabajos podrán realizar la corrección de las pruebas de imprenta, si así lo solicitan, y, si en el plazo de una semana natural no se recibe su corrección, se entenderá que el autor está conforme con la impresión recibida.
6. **Copyright.** Los trabajos inéditos publicados en esta Revista podrán ser reproducidos en otro lugar con la debida referencia a su publicación original en *Cuadernos Europeos de Deusto*.

Cuadernos Europeos de Deusto

Núm. 41/2009

Sumario

Presentación: J. Bilbao Ubillos	11
Estudios	
R. ALÁEZ ALLER, El origen de las turbulencias financieras: «éxito» de la política monetaria y una dosis de «buena suerte»	15
J. BORRELL FONTELLES, El euro: una moneda sin gobierno ante la crisis	33
D. CHICO y J. RAMOS, 10 años de existencia del Euro: una visión política	51
J. A. GARCÍA, Expectativas de inflación y credibilidad de la política monetaria: los diez primeros años del Banco Central Europeo	73
M. LARREINA DÍAZ, La política monetaria del Banco Central Europeo. Diez años de aciertos y errores	93
F. RODRÍGUEZ ORTIZ, Las relaciones euro-dólar: diez años de equilibrio inestable	113
J. M. ROLDÁN e I. ARGIMON, Retos para el marco de la regulación prudencial	135
Jurisprudencia	
M. I. ROFES I PUJOL, Comentario de la Jurisprudencia del Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas	155
Crónica	
B. IÑARRITU, Crónica comunitaria: La actualidad institucional y económica de España en el marco de la Unión Europea	171

Presentación

El presente número de la revista *Cuadernos Europeos de Deusto* tiene un carácter monográfico dedicado a los fenómenos monetarios y financieros. Se funden, en tal contexto material, la atención dispensada a la conmemoración de los 10 años de vigencia del euro con el análisis de la muy acuciante crisis mundial de origen financiero. De este modo, la revista pretende seguir fiel a su vocación europeísta y servir al mismo tiempo de tribuna para la discusión sobre los problemas más actuales y que despiertan un mayor interés en la ciudadanía.

La conmemoración de los 10 años del euro (y la desaparición de la peseta y otras monedas europeas de larga trayectoria) no reviste sólo una importancia formal, sino que ha supuesto, para economías como la española, un hito histórico tal vez no suficientemente ponderado en la opinión pública. Desde mi personal punto de vista, la adopción del euro como moneda de curso legal en España ha constituido la principal contribución de la UE a la economía española, incluso por encima de lo que han significado las transferencias netas recibidas en virtud de los fondos y programas comunitarios (muy relevantes en términos del PIB regional en comunidades autónomas como Andalucía o Extremadura).

La adopción del euro por España ha permitido la sustancial reducción de los tipos de interés (al dejar de pagarse una prima de riesgo-país que afectaba a la emisiones en pesetas), con el consiguiente alivio para el servicio de la nueva deuda pública (que ha permitido liberar recursos para otros usos o evitar un incremento de la presión fiscal), y asimismo ha permitido soportar la persistencia de un déficit por cuenta corriente de proporciones alarmantes (sólo superado en la Economía mundial, en términos absolutos, por el de Estados Unidos).

Y, precisamente, la actual crisis económica de origen financiero sirve para poner de relieve esa contribución positiva del euro a la economía española: ¿qué habría sucedido en España si, en el actual contexto de extrema reducción de liquidez y ausencia de confianza en los mercados financieros internacionales y simultáneamente de aguda necesidad de financiación de la economía española, no hubiese existido el paraguas del euro? La posibilidad de que el ya considerable impacto de la crisis mundial en los niveles de actividad económica y empleo de España pudiera haberse visto amplificado por la debilidad de la peseta provoca indudable vértigo.

Así pues, el presente número, en el que participan prestigiosos economistas, que trabajan en las más altas instituciones financieras (Banco de España o Banco Central Europeo), en universidades y en Ministerios, o que han ocupado las más altas magistraturas europeas (presidencia del Parlamento Europeo), pretender contribuir al debate sobre las causas y propuestas de solución de la actual crisis financiera, desde el reconocimiento de las implicaciones extraordinarias que se derivaron de la adopción del euro por parte de la mayoría de los países de la UE, y, entre ellos, España.

JAVIER BILBAO UBILLOS
Universidad del País Vasco

Estudios

El origen de las turbulencias financieras: «éxito» de la política monetaria y una dosis de «buena suerte»

Ricardo Aláez Aller
Profesor Titular de Economía Aplicada
Departamento de Economía
Universidad Pública de Navarra

Sumario: 1. Introducción.—2. Tipos de interés e inflación en los últimos veinte años.—3. La «buena suerte»: cambios estructurales en los 90.—4. Burbuja inmobiliaria e inestabilidad financiera.—5. Conclusiones.

Resumen: Los mercados financieros estadounidenses y europeos han padecido unas fuertes tensiones desde mediados de 2007. El presente artículo desarrolla una visión de las causas de estas turbulencias financieras. En concreto, la confluencia del éxito de la política monetaria y ciertos cambios estructurales se señalan como las condiciones necesarias para que se produjera esta situación de inestabilidad financiera. Las innovaciones financieras, por su parte, configuraron un sistema financiero muy endeble que no resistió el pinchazo de la burbuja de los precios de la vivienda.

Palabras clave: turbulencias financieras, burbuja inmobiliaria, política monetaria.

***Abstract:** Financial markets in the United States and Europe have been under considerable strain since mid 2007. This paper provides an overview of the causes of this financial turmoil. The combination of a remarkable good performance of monetary policy and some structural changes can be understood as necessary conditions for the development of the financial turmoil. Moreover, financial innovation contributed to create a weaker financial system which was unable to resist the effects of the bursting of the house price bubble.*

***Keywords:** financial turmoil, home bubble, monetary policy.*

1. Introducción

El crecimiento interanual de los préstamos hipotecarios para la adquisición de vivienda en los EEUU fue negativo en el último trimestre de 2008 por primera vez en más de 50 años (Duke, 2009). Este dato por sí solo es un buen indicador de que nos encontramos viviendo un fenómeno de inestabi-

alidad financiera de proporciones colosales, desconocidas hasta la fecha. En este contexto, el presente trabajo se ha elaborado con el objetivo básico de intentar ofrecer una explicación de las causas por las que en los últimos trimestres el sistema financiero no está canalizando fondos con fluidez hacia los hogares solventes y las empresas con proyectos de inversión razonables.

La mayoría de los trabajos que han afrontado un objetivo similar suelen centrarse en los mercados financieros y su posterior influencia negativa sobre la economía real. Esos trabajos insisten en el papel central de las innovaciones financieras para explicar los problemas económicos actuales. En el presente artículo se ha procurado describir las causas con una perspectiva más amplia, aspirando a entender cómo ciertos cambios estructurales que se van produciendo a lo largo de los años 90 terminarán generando las condiciones necesarias para que se llegue al resultado que padecemos con especial intensidad desde el verano de 2007.

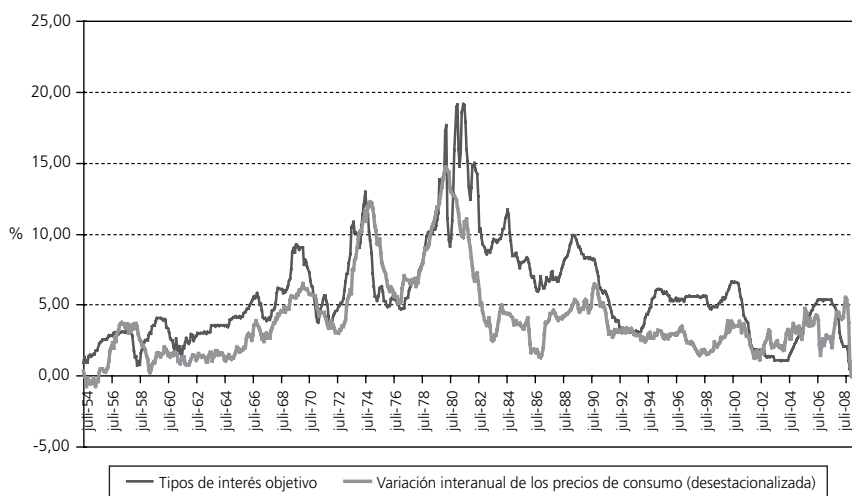
El fuerte crecimiento de la productividad a finales de los 90 por la introducción de las tecnologías de la información y la comunicación, los cambios en la práctica de la política monetaria, la intensificación de la globalización de la producción y el exceso de ahorro en las economías emergentes acertaron a coincidir para crear un contexto en el que se produjo una burbuja inmobiliaria. Pero el pinchazo de la burbuja no necesariamente tendría que haber finalizado con un episodio de inestabilidad financiera. Los elementos específicos que encadenaron ambos fenómenos fueron el desarrollo de las hipotecas *subprime* y su titulización en unas condiciones de opacidad que favorecieron la difusión rápida de la desconfianza, justo después de que los riesgos de las *subprime* se materializaran. La evolución económica se presenta, por tanto, como un sistema muy complejo donde la economía real y la actividad financiera interaccionan permanentemente: los *shocks* reales afectan a los mercados e instituciones financieras y la situación de éstos, a su vez, impone una serie de restricciones a los planes de gasto y a las decisiones económicas de los agentes. Sólo con un enfoque así resulta posible intentar exponer convincentemente una visión tanto de las causas de la aparición de las turbulencias financieras, como de sus consecuencias devastadoras e imprevisibles.

2. Tipos de interés e inflación en los últimos veinte años

A principios del actual siglo, los macroeconomistas extendieron el uso del término «la gran moderación» (*The Great Moderation*) para referirse a la reducción considerable que, desde mediados de los 80, podía apreciarse en la variabilidad de la evolución coyuntural tanto del producto como de la inflación. Entre las causas que podrían justificar esa gran moderación suelen citarse (Sill, 2004) un eventual «cambio estructural» (de forma que la

economía hubiese mejorado su capacidad para absorber los *shocks*), unas políticas monetarias más eficaces y una cierta dosis de buena suerte.

La práctica de la política monetaria se ha caracterizado por el control de los tipos de interés a muy corto plazo para mantener las cifras de inflación en valores próximos al objetivo de la autoridad monetaria (explícitos en el caso de la eurozona e implícitos en el caso norteamericano). Frente a lo sucedido en la etapa anterior, la política monetaria, desde finales de los ochenta, ha podido cumplir con sus objetivos de inflación manteniendo el tipo de interés de intervención en unos niveles muy bajos durante un periodo de tiempo extraordinariamente prolongado (Gráfico 1).



Fuente: Economic Research. Fed. Reserve Bank of St. Louis.

Gráfico 1

Tipos de interés objetivo de la política monetaria e inflación (EEUU)

Tomando como punto de partida la rebaja de los tipos objetivos a principios de los años 90, decidida para hacer frente a la recesión de 1990/1991 en los EEUU, que se prolongó en el tiempo con la intención de compensar los efectos de aquel *Credit Crunch* (véase Goodfriend, 2003 y Mishkin, 2007), los tipos de interés objetivo de los fondos federales decididos en las reuniones del Comité de Mercado Abierto de la Reserva Federal (FOMC) rara vez han superado el 6% en estos 19 años, mientras que en el periodo 1968-1990 rara vez se situaron por debajo de ese nivel (Gráfico 1).

¿Cuáles podrían ser las causas de esta coincidencia de tipos de interés reducidos y control de la inflación durante casi dos décadas? Volviendo a los factores anteriormente citados a modo de responsables de «la gran moderación», podría responderse a dicha pregunta señalando como causas la coincidencia en el tiempo de una política monetaria más eficaz, pero también de ciertos cambios estructurales que la buena suerte hizo que actuaran siempre en el sentido de amortiguar las cifras de inflación. Las expectativas, además, contribuyeron a reforzar esas tendencias.

Seguindo a Bernanke (2004), la política monetaria durante los años setenta podría describirse dibujando unas autoridades monetarias que padecieron un exceso tanto de «optimismo del output», como de «pesimismo de la inflación». Las autoridades monetarias de esa época sobrestimaron la NAIRU, no fueron capaces de captar el fenómeno de la ralentización del crecimiento de la productividad del trabajo y asumieron como un objetivo factible mantener la economía en unos reducidos niveles de desempleo mediante una política monetaria activista (Orphanides, 2001). Por el contrario, su consideración de la inflación como objetivo fue mucho más «pesimista», puesto que sostuvieron que ésta escapaba al control de la política monetaria, dado que aceptaban que sus principales causas no radicaban en decisiones monetarias, sino en *shocks* de costes, como los aumentos de precios de las materias primas (petróleo) y las espirales salarios/precios que caracterizaban un marco institucional dominado por la falta de competencia. Con este planteamiento genérico, la política monetaria no podía aspirar a controlar una inflación de tal naturaleza.

Este escenario se modificó durante los años 80 y la política monetaria asumió su capacidad para controlar la inflación mediante medidas más rigurosas. Este nuevo enfoque de la política monetaria se caracteriza por una estimación más ajustada de la NAIRU, así como por el compromiso de las autoridades monetarias con el objetivo prioritario de recortar las cifras de inflación. La política monetaria fue mucho más agresiva (Gráfico 1) y siguió los dictados del principio de Taylor, que establece la necesidad de que una política monetaria estabilizadora eleve los tipos de interés objetivo nominales por encima de los aumentos de la inflación, puesto que si se aspira a practicar una política monetaria eficaz, los tipos de interés reales deberán elevarse para afrontar riesgos inflacionistas.

3. La «buena suerte»: cambios estructurales en los 90

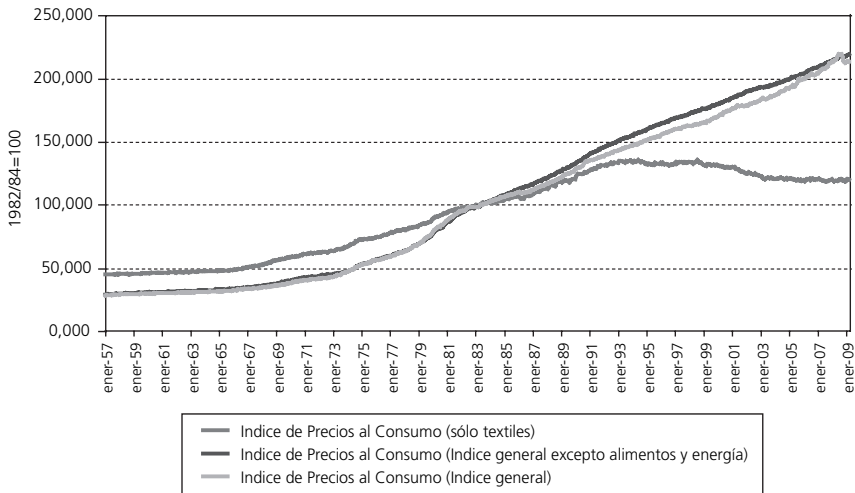
Si durante los años 80 se consiguió controlar la inflación, en los 90 comenzaron a detectarse ciertos cambios estructurales que facilitaron el mantenimiento de cifras moderadas de inflación que posteriormente serán

compatibles con unos tipos de interés nominales extraordinariamente reducidos. Entre estos cambios estructurales resulta necesario citar, como aquellos más relevantes: los aumentos de la productividad del trabajo y la globalización.

El fenómeno del crecimiento acelerado de la productividad del trabajo a finales de los 90 y sus efectos no fue captado de forma sincrónica por los modelos macroeconómicos. Una aceleración de la productividad podría elevar los beneficios empresariales por encima de lo previsto y, como consecuencia, el valor de las acciones. Ello afectaría positivamente a las decisiones de gasto, tanto porque los mayores valores de las acciones estimularían el gasto en inversión, como por el incremento del consumo privado (debido al efecto riqueza). Además, la aceleración de la productividad frenaría la inflación, puesto que su aumento generaría menores costes laborales unitarios. La conjunción de ambos efectos, sobre la demanda y sobre los costes, podría explicar la reducción de la NAIRU en los EEUU desde mediados de los 90. Frente a lo sucedido con la ralentización del ritmo de crecimiento de la productividad en los años 70 (no fue captado por las autoridades de política monetaria), Mishkin (2007) explica cómo, a finales de los 90, Alan Greenspan, entonces presidente del *Board of Governors* de la Reserva Federal, fue capaz de intuir los cambios que, sobre el crecimiento de la productividad, estaban ejerciendo la aplicación de las tecnologías de la información y la comunicación. Greenspan decidió contradecir la predicción de los modelos al mantener los tipos bajos a finales de los años 90, convencido de que en ese nuevo entorno de aceleración de la productividad eran compatibles cifras más bajas de desempleo y control de la inflación. Para Mishkin (2007), éste constituye un buen ejemplo que ilustra la conveniencia de no utilizar exclusivamente los modelos en las decisiones de política monetaria. Un episodio en el que el manejo de información anecdótica bien procesada por la autoridad monetaria conduce a cotas de mayor eficacia que las conseguidas apoyándose exclusivamente en los modelos, un ejemplo de la necesidad de entender la política monetaria más eficaz como aquella «combinación de ciencia y arte».

El fenómeno de la globalización es susceptible de interpretarse a modo de un *shock* de costes que ha facilitado el control de la inflación. La aparición de ciertas economías emergentes como localización ahorradora de costes para aquellas actividades de la cadena de valor más intensivas en trabajo, ha permitido disponer de productos manufacturados a precios moderados en los países desarrollados. El Gráfico 2 muestra claramente cómo los precios de los textiles incluidos en el cálculo del índice de precios al consumo de los EEUU evolucionan de forma mucho más moderada que la del índice general desde principios de los años 90. Ello ha contribuido a ra-

lentizar los ritmos de crecimiento de los precios, tanto desde una perspectiva de costes, como amortiguando el efecto de la presión de la demanda sobre los precios de este tipo de productos susceptibles de comercio internacional.



Fuente: Economic Research. Fed. Reserve Bank of St. Louis.

Gráfico 2

Índice de Precios al Consumo en EEUU (datos desestacionalizados)

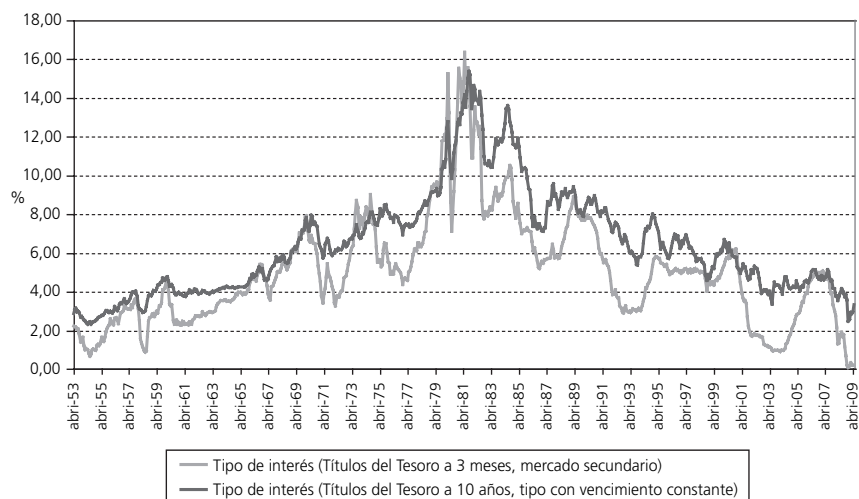
Otro fenómeno vinculado a la globalización y que posee un potencial explicativo apreciable de la expansión del crédito es el conocido como la «abundancia de ahorro global» (*global saving glut*). Este fenómeno comienza a detectarse desde mediados de los años 90 y se caracteriza por un exceso de ahorro en los países emergentes (China, Sureste asiático y países productores de petróleo) y su canalización hacia los países desarrollados (principalmente EEUU) para financiar decisiones de gasto (Bernanke, 2007). El síntoma más evidente de estos flujos fue un incremento en el déficit por cuenta corriente de los EEUU, así como el correspondiente incremento del superávit en las economías emergentes y, por último, una reducción significativa en los tipos de interés a largo plazo. El incremento del ahorro neto (ahorro menos inversión) en los países emergentes, origen de esta abundancia de ahorro a nivel global, encontró su destino en los países

industrializados, pero su canalización sólo fue posible mediante unos tipos de interés reales más reducidos.

Esta época, que se ha descrito por la coincidencia de tipos muy reducidos y control de la inflación, terminó asistiendo al pinchazo de la burbuja de las acciones tecnológicas, ciertos escándalos corporativos y los ataques terroristas del 11S. Como respuesta a estos acontecimientos, las autoridades monetarias de los EEUU recortaron los tipos de interés objetivo hasta el 1% en junio de 2003, «el nivel más bajo en 45 años» (Greenspan, 2004). En este momento, la autoridad monetaria norteamericana justificó dichos tipos de interés objetivo aludiendo al riesgo de deflación. Greenspan (2004) propuso una estrategia de política monetaria, a mediados de los noventa, que se centrara en recortar los tipos cuanto fuera necesario para reducir al mínimo la probabilidad de que se produjera el peor escenario posible: la deflación. El desastroso comportamiento de la economía japonesa desde el año 1991 era observado como un ejemplo paradigmático de las enormes dificultades que una autoridad monetaria encuentra para gestionar una situación con expectativas deflacionistas (Ahearne y otros, 2002). La Reserva Federal se inclinó por una política más expansiva de lo que, de acuerdo con los modelos, hubiese sido aconsejable, todo ello con la intención de asegurar la economía americana frente a un escenario deflacionista poco probable, pero que se anticipaba especialmente adverso de llegar a producirse. Los tipos de interés objetivo permanecieron en el 1% hasta la reunión del FOMC celebrada el 30 de junio de 2004, cuando comienzan una serie de aumentos del tipo objetivo de 25 puntos básicos por cada reunión del FOMC hasta alcanzar el 5,25% el 29 de junio de 2006 (Gráfico 1). El periodo 2002-2005 puede considerarse, medido por los tipos de interés reales, el más expansivo de la política monetaria norteamericana desde finales de los años 70 (Gráfico 1).

Conforme iban subiendo los tipos de interés de los Fondos Federales desde mediados de 2004 (tipos de interés del mercado interbancario a muy corto plazo), fruto de las decisiones de la autoridad monetaria, se produjo un fenómeno francamente llamativo: los tipos de interés a largo plazo no se movían en el mismo sentido, es más, durante 2006 y 2007 las curvas de tipos norteamericanas adoptaron una forma plana (Gráfico 3).

Este fenómeno inusual fue calificado como un «conundrum» por Greenspan, mientras que Bernanke (2006), su sucesor al frente del *Board of Governors* de la Reserva Federal, lo consideró un «fenómeno financiero intrigante». La reducción de los tipos de interés a largo plazo desde finales de los 90 es un fenómeno que se extiende no sólo a los títulos públicos, sino también a los *corporate bonds* y a títulos denominados en otras divisas convertibles. La primera explicación de este fenómeno se centra en el mercado de títulos a largo plazo y sostiene que la mayor demanda neta de títulos a



Fuente: Economic Research. Fed. Reserve Bank of St. Louis.

Gráfico 3

Tipos de interés de los Títulos del Tesoro de los EEUU (a 3 meses y 10 años)

largo plazo terminó recortando la prima de plazo (la compensación que reclama el adquirente del título por el riesgo añadido en que se incurre al adquirir un título con un plazo de tiempo más dilatado hasta su vencimiento). Entre las razones del incremento de la demanda neta de estos títulos podrían citarse: unas expectativas de inflación más ancladas y una menor volatilidad económica, esto es, los síntomas de la ya mencionada «gran moderación» (que reduce el riesgo de estos títulos a largo plazo y aumenta su atractivo relativo frente a otros activos); la mayor demanda de fondos de pensiones y fondos de inversión (que ajustan sus carteras a las necesidades de plazos y rentabilidad); así como un aumento del ahorro en las economías emergentes, cuyos agentes habrían deseado mantenerlo en activos denominados en divisas de países industrializados y, por último, el hecho de que la oferta de títulos a largo plazo no hubiera acompañado el incremento de la demanda (menores necesidades de financiación pública desde finales de los años 90). No obstante, podría afirmarse, siguiendo las visiones más tradicionales de la curva de tipos de interés, que un aplanamiento de ésta no representa más que un anticipo de una recesión (Estrella y Trubin, 2006). Sin embargo, este argumento, en 2006 y a principios de 2007, no era congruente con el hecho de que los tipos a largo plazo fuesen reducidos incluso para los títulos emitidos por grandes empresas. En definitiva, la explicación más factible de

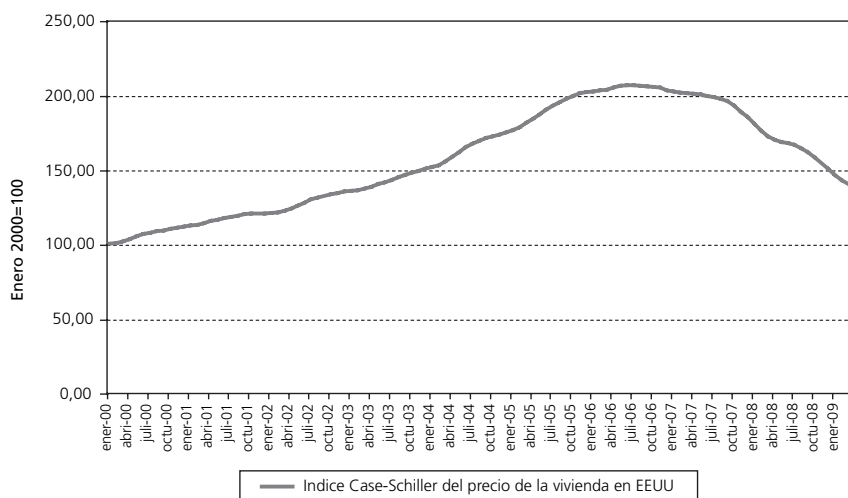
unos tipos a largo plazo reducidos, e insensibles a las fluctuaciones de los tipos a corto plazo, era una reducción de la prima de plazo, de la retribución por el riesgo, provocada por un anclaje de las expectativas de inflación, tras una década de éxito de la política monetaria caracterizada, como ya se ha insistido, por unos tipos de interés muy bajos y una inflación moderada durante un periodo muy prolongado de tiempo.

4. Burbuja inmobiliaria e inestabilidad financiera

El análisis de la evolución del mercado de la vivienda en los EEUU dio lugar a numerosas especulaciones sobre la existencia de una burbuja inmobiliaria a mediados de la presente década. Una «burbuja» en el precio de cualquier activo se produce cuando su precio de mercado se aleja del «valor fundamental» del activo. El problema clave para detectar ese fenómeno es determinar el valor fundamental de un activo y, en este caso, el «valor fundamental de un inmueble». Evidentemente, no existe un método para estimar esa cifra, de forma que sólo se sabe con certeza que se está conviviendo con una «burbuja inmobiliaria» cuando aquella explota. De cualquier manera, se suelen utilizar dos indicadores para valorar los precios de mercado de la vivienda: el cociente precio de la vivienda/alquileres y el cociente precio de la vivienda/renta disponible de los hogares. Se ha comprobado que estos cocientes muestran una tendencia estable a largo plazo, de forma que cuando estos valores se elevan demasiado a corto plazo (con respecto a su tendencia) aumentará la probabilidad de que los precios de la vivienda sufran ajustes posteriores. En 2005, estos indicadores advertían de la posible existencia de una «burbuja inmobiliaria» en los EEUU (véase Ahearne y otros, 2005 y *Council of Economic Advisers*, 2009, capítulo 2).

El origen del crecimiento acelerado de los precios de las viviendas en un episodio de burbuja inmobiliaria suele asociarse con una serie de variables económicas y financieras. En este sentido, el precio de las viviendas es marcadamente procíclico (Ahearne y otros, 2005) y suele caracterizarse en sus fases iniciales por una reducción de los tipos de interés nominales objetivo de la política monetaria. Por el contrario, el aumento de este tipo de interés varios trimestres antes del pico máximo en el precio de la vivienda, suele actuar como detonante del pinchazo de la burbuja. En este sentido, la evolución de los tipos de interés en EEUU a principios y mediados de la presente década se ajusta a este patrón habitual en la dinámica de los episodios de burbuja inmobiliaria. Unos reducidos tipos de interés reales a largo plazo sirven también para alimentar el aumento de los precios de las viviendas (Ahearne y otros, 2005). El pico de los precios de las viviendas en EEUU se alcanzó a mediados de 2006 (Gráfico 4), mientras que los tipos

objetivo de la política monetaria llevaban, como ya se ha descrito, desde 2003 en el 1% (el nivel más bajo desde principios de los 60), donde se mantuvieron hasta junio de 2004, cuando comienzan a subir gradualmente hasta mediados de 2006. Los tipos de interés reales a largo plazo permanecieron en niveles reducidos durante todo este periodo (Gráficos 1 y 3).



Fuente: Standard & Poor's.

Gráfico 4

Evolución del precio de la vivienda en las principales ciudades de los EEUU

De cualquier manera, una burbuja inmobiliaria podría haber estallado sin dar lugar a los graves problemas de turbulencias financieras que se han vivido desde mediados de 2007. Resulta necesario, por tanto, responder a la cuestión de cómo es posible que lo sucedido en el sector de la vivienda terminara generando un episodio de inestabilidad financiera de tal alcance.

La inestabilidad financiera se produce cuando ciertos *shocks* en el sistema financiero afectan a la capacidad de dicho sistema para canalizar fondos con fluidez hacia los hogares solventes y las empresas con proyectos de inversión razonables. Si se limita el acceso a los fondos, se recorta el gasto de estos agentes económicos, para terminar influyendo sobre el conjunto de la actividad productiva. Normalmente, el mecanismo a través del cual lo sucedido en el mercado de la vivienda termina afectando al funcionamiento del sistema financiero es el de una reducción abrupta en el precio de los in-

muebles, lo que empeora los balances de las instituciones financieras, limitando su capacidad de concesión de créditos.

El precio de la vivienda en los EEUU ha venido reduciéndose en términos nominales desde mediados del 2006 (Gráfico 4). De todas formas, una corrección de los precios de las viviendas no tendría que constituir de forma directa una fuente de inestabilidad financiera, puesto que los precios de las viviendas suelen ser menos volátiles que los de otros activos, piénsese, por ejemplo, en las acciones; habitualmente se ha considerado que los préstamos residenciales eran menos complejos y arriesgados que los préstamos comerciales; además, cuando los préstamos hipotecarios se conceden por un valor sensiblemente inferior al del colateral, los impagos son muy reducidos y, por último, históricamente no es fácil reconocer episodios en los que la razón básica de las crisis bancarias sean estrictamente los precios de las viviendas (Ahearne y otros, 2005).

Pero la situación de los EEUU en 2005 difería de lo conocido hasta esa fecha, debido fundamentalmente a la mayor actividad del mercado hipotecario de alto riesgo (*subprime mortgage market*). Este sector del mercado hipotecario fue marginal durante los años 90, pero su tendencia creciente se aceleró, hasta su auge en el periodo 2004-2006. El desarrollo inicial de las *subprime* fue posible por la aparición de innovaciones tecnológicas en el tratamiento de la información que redujeron el coste de evaluación de las solicitudes de las hipotecas, así como el establecimiento de tipos de interés y la gestión del riesgo de las solicitudes de prestatarios con un riesgo crediticio alto (bien porque carecen de un historial de cumplimiento de obligaciones financieras, bien porque reúnen las características asociadas con una mayor probabilidad de impago).

Además, la propia innovación financiera ha contribuido a reforzar esas tendencias. Ello explica la aparición de los CDO (*collateralized debt obligations*) y, dentro de estos, las obligaciones de préstamo garantizadas (CLO), cuyo fondo de activos de garantía se compone en mayor medida de préstamos bancarios y no tanto de valores de renta fija. Frente a lo que sucedía tradicionalmente, los prestamistas venden ahora las hipotecas a los intermediarios financieros que, a su vez, venden el *cash flow* de conjuntos de hipotecas como títulos estructurados, previamente calificados por las agencias de *rating*.

El desarrollo de este mercado secundario ha facilitado la oferta de crédito hipotecario prácticamente a todos los hogares (gracias a las *subprime*, el porcentaje de vivienda en propiedad en los EEUU ha pasado del 64% en 1998 al 68% en 2006). Se estima que, a mediados de 2007, había cerca de 8 millones de préstamos hipotecarios *subprime* vivos en los EEUU, esto es, un 14% de las hipotecas; lo que, sumado a la segunda categoría de hipotecas por nivel de riesgo, alcanzaba el 22-24% del total de las hipotecas. El desarrollo de las *subprime* se produjo de forma fluida tanto por la acelera-

ción de los precios de la vivienda desde principios de este siglo (Gráfico 4), que elevaba el valor de los colaterales, como por la baja percepción de riesgo, puesto que los niveles de impagados se redujeron hasta el punto más bajo a mediados de 2005.

En este contexto, los requisitos para los prestatarios *subprime* se relajaron (menores exigencias documentales sobre sus ingresos, mayores *loan-to-value* ratios —LTVs—, etc.). Cabe señalar que, además de los factores ya citados, el desarrollo explosivo de las *subprime* se debió, especialmente, a la intensa demanda de CLOs por parte de inversores (empresas de seguros, fondos de pensiones, etc.) que deseaban tipos de interés a largo plazo superiores a los que encontraban en los mercados de capitales, así como a la ralentización de la solicitud de hipotecas. Cabe también destacar que en todo este proceso resulta clave la existencia de fricciones causadas por las diferencias entre los intereses de los participantes en dicho proceso (Ashcraft y Schuermann, 2008) como, por ejemplo, las existentes entre el prestamista (*lender/originator*) y el inversor (*investor*), puesto que el primero estaba más motivado por la cantidad (comisiones por volumen) frente al interés del segundo por la calidad crediticia de las operaciones. En definitiva, este nuevo modelo bancario basado en «originar para distribuir» no funcionó adecuadamente (Caruana, 2008).

No obstante, en ningún caso debe olvidarse que tanto el volumen como la forma en que se desarrollaron las hipotecas *subprime* encuentran su mejor explicación en el contexto económico dominante en los EEUU desde finales de los noventa, que favoreció el enorme incremento de las deudas de familias y empresas.

Desde un punto de vista macroeconómico (Duke, 2009) el volumen de deuda existente en una economía en un periodo determinado se debe a la concurrencia de tres factores. El primero vinculado, lógicamente, a la demanda de crédito por parte de familias y empresas, mientras que los dos restantes dependen de la oferta de crédito: la consideración que el prestamista tenga de la solvencia del prestatario dadas las expectativas sobre la evolución económica y, en segundo lugar, de las limitaciones que el prestamista encuentre para captar fondos. En este sentido, aunque la política monetaria y fiscal sean expansivas y favorezcan la demanda de crédito al tiempo que mejoran la solvencia de los prestatarios, si los balances bancarios no permiten conceder préstamo, éste no se desarrollará.

El escenario macroeconómico que se ha descrito desde finales de los 90 se caracterizó por las condiciones óptimas para que coincidieran esos tres factores. En efecto, los tipos de interés se mantuvieron excepcionalmente bajos durante un periodo muy prolongado (ello estimuló la demanda de crédito); el crecimiento económico (también influyó positivamente sobre la demanda de crédito) y de los precios de los inmuebles (y las buenas expectativas a largo plazo) minimizaron los problemas de solvencia percibidos en los prestatarios.

rios (se elevaron los precios de los inmuebles como colaterales); asimismo, la oferta de ahorro suministró abundantes recursos para que los prestamistas extendieran el crédito. El exceso de ahorro a nivel mundial se canalizó a los países desarrollados de una forma desconocida hasta entonces. Bernanke (2009a) estima que el flujo neto de ahorro externo hacia la economía norteamericana fue equivalente al 1,5% del Producto Nacional en 1995 y el 6% en 2006. Esos fondos sirvieron especialmente para alimentar la burbuja inmobiliaria. La demanda de activos financieros con mayores rentabilidades, en un contexto de reducción continua de los tipos de interés a largo plazo, promovió la disponibilidad de los bancos para extender el crédito. Los bancos desean aumentar los préstamos *subprime* porque los titulizaban y colocaban fácilmente, mientras que el precio de los colaterales era alimentado por la concesión de préstamos (*Council of Economic Advisers*, 2009), recortando el riesgo percibido de las operaciones de préstamo, puesto que se observaba un incremento continuo del precio de los colaterales (Caruana, 2008). En otras palabras, se estaba produciendo una espiral préstamos-precios inmobiliarios-préstamos que no sólo alimentó la burbuja, sino que amplió el volumen de crédito hasta incluir en el proceso a prestatarios *subprime* cuyo riesgo era excesivo. La cuantía en que la confluencia de los tres factores alimentó un rápido crecimiento del crédito al sector privado está muy bien ilustrada por Borio (2008), que estima que el ratio crédito al sector privado/PIB en 16 países de la OCDE se elevó casi un 40% en el periodo 1995-2007.

El deterioro del comportamiento de las *subprime* coincidió con las subidas de los tipos de interés decididas por la Reserva Federal en el periodo 2004-2006: los niveles de impagados (incluidos los impagos superiores a 90 días) en las hipotecas a tipo variable aumentaron hasta el 15% en julio de 2007 y el 34% en noviembre de 2009 (1% y 8% respectivamente, en las hipotecas con menor nivel de riesgo) (Bernanke, 2009b). Lógicamente, el peor comportamiento se detecta en las hipotecas a tipos variables originadas a finales de 2005 y durante 2006. Como principales causas del deterioro de las *subprime* cabe citar las siguientes:

- La reducción de los precios de las viviendas ha sido determinante (altos *LTVs*).
- También cabe mencionar la subida de tipos de interés, que alcanzó el máximo a mediados de 2006, lo que explicaría los mayores niveles de impago en las *subprime* a tipos variables (2/3 de las *subprime*).
- La combinación de incrementos de los tipos de interés y la reducción de los precios de los inmuebles complicó la refinanciación de las hipotecas.

La razón por la que la burbuja inmobiliaria terminó generando inestabilidad financiera podría encontrarse en la expansión de las hipotecas

subprime, concedidas mayoritariamente al final del periodo (menor garantía del colateral) y a tipos variables. De ahí que la reducción de los precios de las viviendas provocaran un incremento de los activos de mala calidad que se basaban en estos préstamos hipotecarios *subprime*. Aun así, las pérdidas derivadas de las hipotecas se estima que pudieron llegar a suponer un 3% del valor de capitalización de las acciones en los EEUU (Greenlaw y otros, 2008). ¿Cómo es posible entonces que esas pérdidas, bastante limitadas en términos macroeconómicos, hayan terminado generando una inestabilidad financiera tan intensa?

La cuestión básica es que el importe de las *subprime* en sí mismo no fue la razón por la que se produjo la inestabilidad financiera, sino que el principal motivo de ésta fue la desconfianza desatada por el mal comportamiento de las *subprime*, todo ello en un contexto en el que las instituciones financieras se encontraban excesivamente apalancadas. La reacción inmediata de los mercados financieros fue la de abandonar abruptamente esa forma de financiación. Pero el problema clave es que la desconfianza se extendió más allá de los títulos respaldados por hipotecas *subprime*. El razonamiento era aparentemente muy lógico: si la calificación de las agencias de *rating* había menospreciado el riesgo que se asumía al adquirir esos títulos, también podría haber fallado en la calificación de otros títulos respaldados por otros préstamos diferentes. Prácticamente ningún inversor institucional estuvo dispuesto a adquirir títulos respaldados por paquetes de hipotecas, por mucho que éstas fueran de buena calificación crediticia. En general, los inversores reaccionaron de forma inmediata mostrando una mayor aversión al riesgo y anticipando los problemas de liquidez, abandonando no sólo los títulos basados en hipotecas *subprime*, sino también los títulos emitidos por las grandes empresas y, en general, cualquier título respaldado por activos (como los que resultan de las operaciones apalancadas —*leveraged buyouts*—), lo que ha venido afectando seriamente a la liquidez de estos mercados, y terminó provocando un incremento de los tipos de interés (por la prima de riesgo) en los *corporate bonds*. Como expresa Caruana (2008), uno de los fallos más peculiares, entre los fenómenos asociados a las recientes turbulencias financieras, se refiere a la gestión del riesgo de liquidez. Además, una vez que se materializaron los riesgos asociados a los productos estructurados, la falta de transparencia del modelo de negocio «originar para distribuir» exacerbó la crisis de confianza, puesto que, al desconocerse la ubicación concreta de los riesgos, la incertidumbre sobre la solidez de las contrapartes afectó negativamente al funcionamiento de los mercados de capitales (Borio, 2008).

Los acontecimientos expuestos pueden resumirse y encadenarse de la siguiente forma: la reducción de los precios de los inmuebles terminó ge-

nerando problemas de impago en las hipotecas *subprime* que, a su vez, provocaron una pérdida de confianza en los títulos que se basaban en dichas hipotecas. La desconfianza se extendió a todo tipo de títulos privados, especialmente a aquellos respaldados por préstamos y con mayor nivel de opacidad. Estos activos eran propiedad preferentemente de instituciones financieras, que asistieron al deterioro de sus balances. Al tratarse de instituciones con un elevado grado de apalancamiento (su capital es una proporción muy reducida de sus activos) han venido padeciendo problemas de liquidez y, obviamente, de solvencia, cuyos ratios deberán restablecer. El resultado final de todo ello es la restricción en la concesión de créditos y, por lo tanto, la ya comentada inestabilidad financiera, puesto que se han transmitido los problemas de los mercados crediticios a la economía real para finalizar creando un fenómeno de *credit crunch* (la oferta de crédito está por debajo del nivel que le correspondería dados los tipos de interés de mercado y la rentabilidad de los proyectos de inversión —Duke, 2009—).

5. Conclusiones

En una de sus intervenciones públicas más recientes, Bernanke (2009c) se describe como «un practicante de la deprimente ciencia económica —que en estos tiempos es incluso más deprimente de lo habitual—». La razón principal, según Bernanke (2009c) de esta visión de la ciencia económica no es otra que su consagrada incapacidad para predecir con un mínimo de rigor el futuro de la economía, «ese sistema extraordinariamente complejo, sujeto a *shocks* aleatorios y sobre el que nuestros datos y capacidad de comprensión serán siempre imperfectos». De forma que «las relaciones y regularidades históricas pueden servir de ayuda para los economistas, así como pueden ser útiles para los meteorólogos, con la intención de tratar de anticipar el futuro, pero todo ello debe usarse con una precaución considerable y un saludable escepticismo» (Bernanke, 2009c).

No parece demasiado atrevido suponer que esas palabras del actual presidente del *Board of Governors* de la Reserva Federal están inspiradas por los acontecimientos que han afectado a la economía mundial desde mediados de 2007 y cuya característica distintiva es un fenómeno de inestabilidad financiera, de proporciones colosales, sin equivalente hasta la fecha. El episodio de *financial turmoil*, que es como ha terminado denominándose este conjunto de acontecimientos, no fue anticipado en su justa dimensión y, como suele ser habitual, los economistas se encuentran ahora en una fase en la que se está tratando de proponer una explicación fiable de sus causas. En este contexto, el presente artículo plantea una visión del fenómeno de inestabilidad financiera que encuentra sus orígenes

más allá de los mercados financieros. Se muestra cómo los acontecimientos «financieros» recientes han tenido su comienzo en ciertos cambios estructurales (*shocks* aleatorios en la jerga informal de Bernanke) que han afectado a la economía real (los cambios más relevantes fueron la aceleración del ritmo de crecimiento de la productividad, el «éxito» de la política monetaria, la globalización y el exceso de ahorro a nivel mundial) y que, posteriormente, se transmitieron desde ésta a los mercados e instituciones financieras para, finalmente, volver a influir sobre la economía real, en un proceso de interacción que señala, una vez más, la necesidad de entender la economía como un «sistema extraordinariamente complejo, sujeto a *shocks* aleatorios».

Como señala Mishkin (2008), insistiendo también en la escasa habilidad predictiva de los economistas, los participantes en los mercados financieros fueron mucho más diligentes a la hora de anticipar las ventajas de las innovaciones financieras que sus problemas. El sistema de titulización desde el gestor del préstamo hasta el tenedor del título presentaba serios problemas del tipo agente/principal, puesto que los intereses del agente eran claramente diferentes de los del principal (el tenedor último del título). En todo el proceso, las agencias de *rating* también fallaron al no valorar correctamente el nivel de riesgo de estos títulos, generando una falsa sensación de seguridad en un contexto en el que los tenedores de los títulos no terminaban de entender lo que habían comprado. Al revelarse la verdadera calidad de alguno de estos productos estructurados, la confianza en todos los títulos privados se redujo de golpe, cerrando los mercados e impidiendo el acceso a nueva liquidez por parte de los bancos.

Los bancos confiaron excesivamente (o les resultaba conveniente no cuestionarse la verdadera calidad de unos títulos que ofrecían un rendimiento elevado) en las agencias de *rating* que, a su vez, no hicieron bien su trabajo, en parte porque los *originators* de las hipotecas se relajaron en las valoraciones de los prestatarios para conseguir mayores comisiones. Aunque todos los anteriores han interpretado un papel en el proceso hacia la inestabilidad financiera, el intento por encontrar el «culpable» último no se ha detenido hasta señalar a la política monetaria excesivamente expansiva practicada desde los años 90 del siglo pasado.

Ciertos hechos estructurales han permitido que la estabilidad de precios y las expectativas de inflación sean compatibles con una política monetaria de tipos de interés más reducidos durante un periodo extraordinariamente prolongado. El mantenimiento del tono expansivo de la política monetaria (medido por los tipos de interés reales) y la existencia de liquidez (favorecida por el exceso de ahorro en los países emergentes) influyeron sobre el mercado de la vivienda, dando lugar a un proceso de crecimiento de precios que se basaba en un círculo vicioso del tipo mayor precio del colate-

ral inmobiliario-aumento del préstamo-mayor precio del colateral. La subida de los tipos de interés para prevenir un incremento de las expectativas de inflación provocó el pinchazo de la burbuja inmobiliaria, la desconfianza generalizada en los mercados financieros y el consiguiente deterioro de los balances bancarios. Evidentemente, la revisión de las causas del *financial turmoil* plantea lo que, casi con total seguridad, serán los dos efectos más relevantes de estas turbulencias financieras: la aparición de un nuevo modelo de gestión del riesgo y la necesaria reflexión de los responsables de la política monetaria acerca de la necesidad de controlar los efectos de sus decisiones sobre la evolución de los precios de los activos.

Bibliografía

- AHEARNE, A., GAGNON, J., HALTMAIER, J. y S. KAMIN (2002): *Preventing Deflation: Lessons from Japan's Experience in the 1990's*, International Finance Discussion Papers Nr. 729. Board of Governors of the Federal Reserve System.
- AHEARNE, A. G., AMMER, J., DOYLE, B. M., KOLE, L. S. y R. F. MARTIN (2005): *House prices and Monetary Policy: A Cross-Country Study*, International Finance Discussion Papers Nr. 841, Board of Governors of the Federal Reserve System.
- ASHCRAFT, A.B. y T. SCHUERMAN (2008): *Understanding the Securitization of Subprime Mortgage Credit*, Staff Report Nr. 318, Federal Reserve Bank of New York.
- BERNANKE, B. (2004): *The Great Moderation*, presentación en la reunión de la Eastern Economic Association, Board of Governors of the Federal Reserve System.
- BERNANKE, B. (2006): *Reflections on the Yield Curve and Monetary Policy*, presentación en el Economic Club of New York, Board of Governors of the Federal Reserve System.
- BERNANKE, B. (2007): *Global Imbalances: Recent Developments and Prospects*, presentación en la Bundesbank Lecture, Board of Governors of the Federal Reserve System.
- BERNANKE, B. (2009a): *Four Questions about the Financial Crisis*, presentación en Morehouse College, Board of Governors of the Federal Reserve System.
- BERNANKE, B. (2009b): *Monetary Policy Report to the Congress*, Febrero 2009, Board of Governors of the Federal Reserve System.
- BERNANKE, B. (2009c): *Commencement address*, presentación en el Boston College School of Law, Board of Governors of the Federal Reserve System.
- BORIO, C. (2008): *The financial turmoil of 2007-?: a preliminary assesment and some policy considerations*, BIS Working Papers Nr. 251, Bank for International Settlements, Basilea.
- CARUANA, J. (2008): «Regulación e innovación en la reciente crisis financiera», *Estabilidad Financiera*, 14, pp. 11-21.
- COUNCIL OF ECONOMIC ADVISERS (2009): *Economic Report of The President*, Washington, D. C.

- DUKE, E. A. (2009): *A Framework for Analyzing Bank Lending*, presentación en el 13th Annual University of North Carolina Banking Institute, Board of Governors of the Federal Reserve System.
- ESTRELLA, A. y M. R. TRUBIN (2006): «The Yield Curve as a Leading Indicator: Some Practical Issues», *Current Issues in Economics and Finance*, 12(5), pp. 1-7, Federal Reserve Bank of New York.
- GOODFRIEND, M. (2003): «The phases of US monetary policy: 1987-2001», en *Central Banking, Monetary Policy and Practice*, Edward Elgar, Northampton, pp. 173-190.
- GREENLAW, D., HATZIUS, J., KASHYAP, A. K. y HYUN SONG SHIN (2008): *Leveraged Losses: Lessons from the Mortgage Market Meltdown*, U.S. Monetary Policy Forum Report No. 2.
- GREENSPAN, A. (2004): «Risk and Uncertainty in Monetary Policy», en *AEA Papers and Proceedings, Innovations and issues in Monetary Policy: the last fifteen years*, pp. 33-40.
- MISHKIN, F. S. (2007): *Will Monetary Policy Become More of a Science?*, Finance and Economic Discussion Series 2007-44, Federal Reserve Board, Washington, D. C.
- MISHKIN, F. S. (2008): *Global Financial Turmoil and the World Economy*, presentación en el Caesarea Forum, Julio 2008, Board of Governors of the Federal Reserve System.
- ORPHANIDES, A. (2001): *Monetary Policy Rules, Macroeconomic Stability and Inflation: A View from the Trenches*, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, D. C.
- SILL, K. (2004): «What Accounts for the Postwar Decline in Economic Volatility?», *Business Review* Q1, pp. 23-31.

El euro: una moneda sin gobierno ante la crisis

Josep Borrell Fontelles
Ex Presidente del Parlamento Europeo

Sumario: 1. El nacimiento de la UEM.—2. Un balance de los diez primeros años del euro.—3. La crisis económica y financiera actual. ¿Es el euro un buen refugio?—4. Los retos de futuro de la zona euro.

Resumen: El presente artículo ofrece una perspectiva de los diez primeros años del euro y proyecta lo que la moneda única puede significar ante la recesión económica actual. Argumenta que el euro debe considerarse un éxito ambiguo debido a los incompletos instrumentos de política económica europea. El artículo presenta los debates previos al nacimiento de la moneda única y evalúa sus diez primeros años de vida. A continuación, describe los desafíos que plantea la crisis económica y financiera y evalúa su papel de refugio para las economías de la zona euro. Finalmente, señala los retos pendientes de la eurozona y destaca que su futuro depende de la voluntad de los europeos de construir una unión económica y no solo monetaria.

Palabras clave: euro, crisis económica, desafíos, refugio, unión económica.

Abstract: *This article analyses the first ten years of the euro and explores the challenges derived from the current economic crisis. It argues that the euro must be considered an ambiguous success, as the instruments for a European economic policy have not been developed so far. The article is structured as follows: firstly, it summarises the debates preceding the birth of the single currency and evaluates its first ten years. Then it describes the impact of the financial and economic crisis and reviews whether the single currency has acted as a refuge for the euro zone economies. Finally, the article presents enduring challenges for the euro and argues that its future depends on the Europeans' commitment to an economic —and not only monetary— union.*

Keywords: *euro, economic crisis, challenges, refuge, economic union.*

En su décimo aniversario, el euro aparece como un éxito ambiguo. Un éxito sin duda, uno de los mayores del proceso de integración europea, muy por encima de los pronósticos que acompañaron su nacimiento. Un vector de estabilidad, pero que no se ha convertido en el esperado motor de crecimiento. El problema no es del euro, sino del conjunto imperfecto e incompleto que constituyen los instrumentos de la política económica europea, en particular la falta de un presupuesto suficiente y una débil coordinación macroeconómica.

Siempre se había dicho que la prueba de fuego del euro llegaría cuando tuviese que afrontar una recesión. Este momento ha llegado y con una gravedad sin precedentes. En estos momentos parece que el euro es más querido y apreciado por los que no lo tienen, para los que aparece como una poderosa ancla de estabilidad, que por los que llevan 10 años con él y le atribuyen aumentos de precios, que las estadísticas no recogen, y limitaciones para afrontar la crisis.

Hace poco una evaluación de los 10 años del euro hubiese sido sobre todo un balance retrospectivo. En las actuales circunstancias debe, además, proyectarse en lo que puede ser. Por ello, en esta contribución a los Cuadernos Europeos del Instituto de Estudios Europeos de la Universidad de Deusto, analizaré los efectos de la moneda única sobre la economía de la zona euro desde el lanzamiento de la Unión Económica y Monetaria (UEM) en 1999 y también los retos que la actual crisis económica y financiera le plantea.

Recordaremos los debates previos al nacimiento del euro y los argumentos que anticiparon su fracaso. Seguirá un balance de sus diez primeros años en materia de estabilidad macroeconómica e integración en la zona euro. En tercer lugar, analizaremos los efectos de la crisis financiera y económica en la zona euro y el papel estabilizador de la moneda única. Finalmente, se plantearán los retos de futuro, que pasan por cumplir con las promesas de crecimiento, fortalecer la gobernanza de la zona euro y potenciar su papel como moneda global.

1. El nacimiento de la UEM

Los principales detractores de la UEM auguraron el fracaso del proyecto por tres razones fundamentales: falta de convergencia económica a largo plazo, ausencia de una unión política que acompañara al proceso de unión económica y monetaria y la variedad de los órganos de decisión con influencia en la nueva moneda. Otros críticos consideraron también que la especulación entre monedas nacionales antes del establecimiento del euro podía conducir al fracaso prematuro de la iniciativa (Currie 1998:28).

Estos temores, expuestos a finales de los 90, anticiparon muchos de los debates que han resurgido ante la crisis financiera actual, pero no han sido corroborados por los acontecimientos posteriores.

1.1. *La falta de convergencia económica a largo plazo*

A pesar de tratarse de una Unión Económica y Monetaria, los criterios de convergencia de Maastricht eran puramente monetarios. Se criticó

la nula mención que los criterios de convergencia hacían de los mercados de trabajo y de productos de la economía europea y su necesaria reforma. Algunos autores (Currie 1998:45) pronosticaron un escenario de estancamiento y pérdida de competitividad con la instauración de la UEM, lo que pondría en peligro la cohesión de la Unión.

El propio Jacques Delors recordaba recientemente como había propuesto que se tomaran en cuenta los indicadores del paro entre los criterios de evaluación de las economías que podían ingresar en el euro. Su propuesta no fue aceptada, con la oposición entre otros de España. También propuso, sin éxito, que el nacimiento del euro viniese acompañado de un pacto de coordinación de las políticas macroeconómicas. El resultado ha sido sin duda una cooperación más débil de la necesaria y una integración económica menor de la esperada.

Se temía que la falta de un presupuesto europeo consistente y el que los sistemas de finanzas públicas y de seguridad social permanecieran bajo las autoridades nacionales se añadirían a la ausencia de convergencia económica a largo plazo en el marco de la UEM (Tietmeyer 1997). Hasta el punto de que algunos países miembros podrían optar por retomar las riendas de su política, saltándose los criterios de convergencia y volviendo a una situación de «desunión» económica y monetaria.

Pero a pesar de todas las dificultades, las cosas no han llegado tan lejos. Hasta la llegada de la crisis, que ha puesto de relieve esos viejos temores con más pertinencia que antes, nadie había planteado un escenario tan tremendista. Con la excepción de algunas salidas de tono de Berlusconi acusando al euro de la falta de competitividad de la economía italiana. Durante la Presidencia francesa, Sarkozy dio el mandato de desarrollar un verdadero proceso de coordinación macroeconómica a su Ministra de economía. Pero la iniciativa no fue más allá ante la resistencia alemana.

1.2. *La ausencia de unión política*

Los partidarios de una mayor integración política en Europa vieron en la UEM un paso importante en esa dirección, según la tradicional tendencia incremental del proceso de construcción europea.

Esa mayor integración fue el argumento utilizado por los euroescépticos, especialmente en el Reino Unido, que temían que «del mismo modo que las monedas nacionales necesitan instituciones estatales que las sustenten, la UEM requerirá un sistema estatal europeo» (Smith 1998).

No les faltaba razón. Los principales problemas del euro son hoy los de ser una moneda sin gobierno, y ello explica la insuficiente respuesta común a la crisis.

En la práctica, aunque el abandono de la moneda nacional sea un símbolo claro de cesión de soberanía, el euro no ha llevado consigo una mayor integración política. Y éste es el problema. Es difícil imaginar que sin una mayor integración, temida por unos y deseada por otros, el devenir del euro pueda continuar sin sobresaltos.

1.3. *Los conflictos entre órganos de decisión*

Estos conflictos se referían al papel que el Tratado de Maastricht daba al Ecofin en la definición de la política cambiaria del euro, difícil de separar de la política monetaria, bajo control del BCE.

Esto hacía posible que el Ecofin definiera una política de tipos de cambio contraria a la política monetaria establecida por el BCE, presionando políticamente a este organismo.

Este potencial conflicto se ha hecho realidad; recordemos el debate público entre Trichet y Junkers, presidente del Eurogrupo, acerca de quién era Mister Euro. Al «Mister Euro soy yo» de Trichet se opuso un silencio atronador desde el Eurogrupo para no aumentar la polémica institucional. Pero, en mi opinión, es claro que el BCE se atribuye y ejerce competencias en materia de política de cambio que le corresponde compartir, cuando menos, con el Consejo. En este sentido las críticas iniciales estaban fundamentadas.

2. **Un balance de los diez primeros años del euro**

La zona euro es hoy la segunda mayor área económica mundial con moneda única, sólo por detrás de los Estados Unidos. Produce dos tercios del PIB europeo y una quinta parte del PIB mundial (Comisión Europea 2008:17).

Pero esta realidad por si misma no nos dice nada para valorar el éxito del euro. Para ello hay que recordar cuáles eran los objetivos que se le asignaron y ver en qué medida se han conseguido.

Estos objetivos eran básicamente tres: la estabilidad macroeconómica, reforzar el crecimiento y el empleo en la línea del proceso de Mercado Único lanzado en 1992, e incrementar los niveles de cohesión y convergencia entre las economías nacionales (Comisión Europea 2008:17-18).

2.1. *Estabilidad macroeconómica*

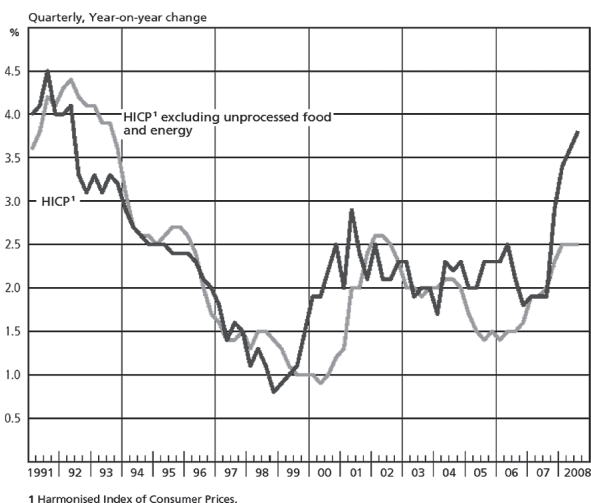
Con el euro han desaparecido los movimientos especulativos que tantas veces habían desestabilizado las monedas europeas. Ha disminuido la

inflación y los tipos de interés han bajado para la mayor parte de los Estados, cuyas condiciones de financiación se han alineado con las de Alemania.

El éxito más destacable del euro a nivel macroeconómico es la reducción de la inflación, a pesar de la percepción contraria de la opinión pública. Las tasas de inflación en la zona euro han disminuido desde el 3.3% en la década de los noventa (1898-1998) hasta el 2.2% de 1998 a 2008. Estas cifras se acercan a los objetivos marcados por el pacto de estabilidad, que fijaron las cotas de inflación deseadas al 2%.

A partir de 2006, las tasas de inflación aumentaron considerablemente debido a las subidas de los precios del petróleo y los alimentos (Pisani-Ferry *et al.* 2008:14). Sin embargo, a partir de 2008 la inflación ha vuelto a disminuir, incluso por debajo del objetivo del 2%. Hasta el punto de que ahora la principal preocupación es la deflación... pero esta es otra historia.

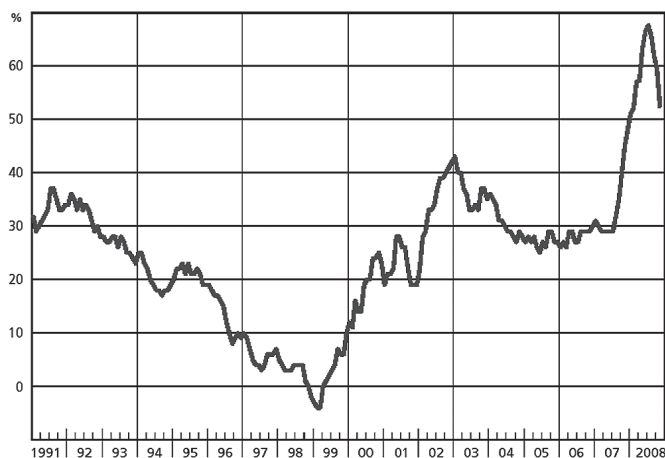
La media de las tasas de inflación desde la implantación del euro se acerca pues a los objetivos marcados a principios de los noventa, lo que denota un buen rendimiento de la moneda única en este indicador macroeconómico.



Fuente: Bundesbank.

Gráfico 1

Inflación en la zona euro. Índice armonizado de precios al consumo, con y sin los precios relativos a los alimentos y la energía



Source: European Commission. Consumers' inflation perceptions are surveyed every month by the European Commission. The graph shows the seasonally adjusted balance between the positive responses ("In the last year, inflation has risen a lot/moderately.") and the negative responses ("In the last year, inflation stayed about the same/tell").

Fuente: Bundesbank.

Gráfico 2

Inflación percibida en la zona euro

Los tipos de interés nominales, una medida para la inflación en el largo plazo, han bajado desde el 12% en los años 80 y el 9% en los noventa hasta una media del 5% desde la introducción del euro. (Comisión Europea 2008b:3)

Pero esta estabilidad no ha sido suficiente para crear una dinámica de crecimiento sostenido y compartido en el conjunto de la eurozona. A pesar de ello, durante la última década, y hasta el inicio de la crisis, se habían creado 16 millones de empleos en la zona euro, con lo que la media de desempleo había pasado del 9% en 1999 al 7% en 2008.

Esta tendencia se ha producido en una situación de envejecimiento de la población, pero deben considerarse otros factores para explicar el crecimiento del empleo, como las altas tasas de empleo temporal y de trabajadores poco cualificados.

Por supuesto, estas cifras responden a una situación anterior a la crisis económica actual. El test que ésta supone para la economía de la zona euro será analizado en el tercer apartado.

La contrapartida a la situación de crecimiento del empleo en la primera década de vida del euro contrasta con la baja productividad. Mientras que en el período 1989-1998 el crecimiento de la productividad por trabaja-

dor fue del 1.6%, entre 1999 y 2008 la cifra se redujo a la mitad, 0.8%. Estas cifras son consecuencia del papel de la mano de obra no cualificada en la zona euro que, aún permitiendo una reducción de la tasa de desempleo, ha influido en la consecución de tasas de crecimiento menores a las de países como EEUU (2.1% de crecimiento del PIB en la zona euro entre 1999 y 2008 contra un 2.6% para el mismo periodo en EEUU).

2.2. *Aumento de la integración y convergencia económica*

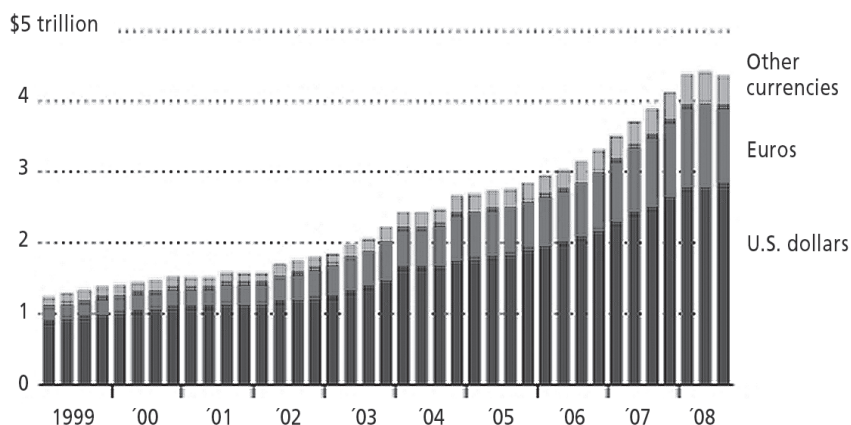
La UEM ha eliminado las políticas cambiarias entre los Estados miembros y reducido los costes de las transacciones internacionales. Ello ha permitido una mayor integración del mercado único en la zona euro. Como argumenta la Comisión, «los flujos comerciales dentro de la zona del euro representan actualmente un tercio del PIB de la zona, mientras que hace diez años representaban sólo un cuarto, y las estimaciones de que se dispone indican que la eliminación de la inestabilidad del tipo de cambio puede explicar la mitad de este aumento» (Comisión Europea 2008b:4).

La creación de la moneda única también ha permitido aumentar las inversiones extranjeras directas en la zona euro, que representan alrededor de un tercio del PIB europeo (Comisión Europea 2008b:4). Igualmente, la moneda única ha actuado como catalizador de la integración de los mercados financieros. Las transacciones interbancarias entre entidades europeas han aumentado significativamente en la última década, como también lo han hecho los mercados de acciones. (Comisión Europea 2008b:4).

Pero las medias de crecimiento y empleo enmascaran importantes diferencias entre los países. Entre 1999 y 2008 el PIB de la eurozona ha crecido el 19% en volumen mientras que el de Irlanda ha crecido el 57% y el de España el 34%, y los de Alemania, Italia y Portugal entre el 11 y el 13%. En general, la Comisión admite que «las divergencias en el medio plazo en crecimiento e inflación entre los países de la zona euro han sido persistentes» (Comisión Europea 2008:21).

2.3. *Efectos del euro en la economía mundial y reducción del impacto de efectos externos en la zona euro*

El euro se ha convertido, en sus diez años de vida, en la segunda divisa internacional por detrás del dólar (Louis 2009:82). Es una moneda de referencia para las obligaciones internacionales y es la segunda divisa más ne-



Note: Currencies have not been identified for another \$2.536 trillion in foreign-exchange reserves.

Fuente: Wall Street Journal.

Gráfico 3

Reservas mundiales de divisas

gociada en los mercados de divisas mundiales. En los países vecinos de la UE, el euro se utiliza en el 60% del comercio, mientras que su papel como moneda de facturación o liquidación alcanza el 50% del comercio exterior de la zona euro (Comisión Europea 2008b:5).

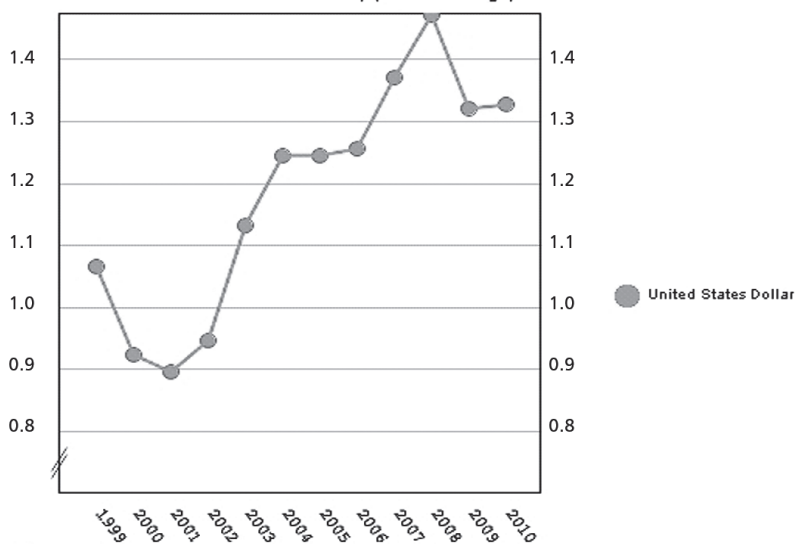
El euro es un polo de estabilidad para la economía europea, a pesar de que su papel global y representación exterior estén aún lejos de su peso real en la economía mundial. La representación del euro en las instituciones económicas y financieras internacionales como el Banco Mundial o el FMI se encuentra aún fragmentada entre diversos países de la zona euro.

Un éxito considerable del euro en su vertiente exterior es la mejora de la resistencia de la zona euro frente a factores externos adversos. Esta característica se demostró con el estallido de la burbuja «punto.com» en los EEUU durante la pasada década (Comisión Europea 2008b:4). La actual crisis financiera, no obstante, está representando una prueba de fuego para el efecto estabilizador del euro.

Otro motivo de preocupación ha sido la creciente revalorización del euro respecto al dólar, que muestra la fortaleza de las economías de la zona euro, pero que refleja también los desequilibrios financieros mundiales, en particular el amplio déficit por cuenta corriente de los EEUU (Comisión Europea 2008:20).

ECU/EUR exchange rates versus national currencies

1 ECU/EUR = ... units of national currency (annual average)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Eurostat.

Gráfico 4

Tipos de cambio euro-dólar

3. La crisis económica y financiera actual. ¿Es el euro un buen refugio?

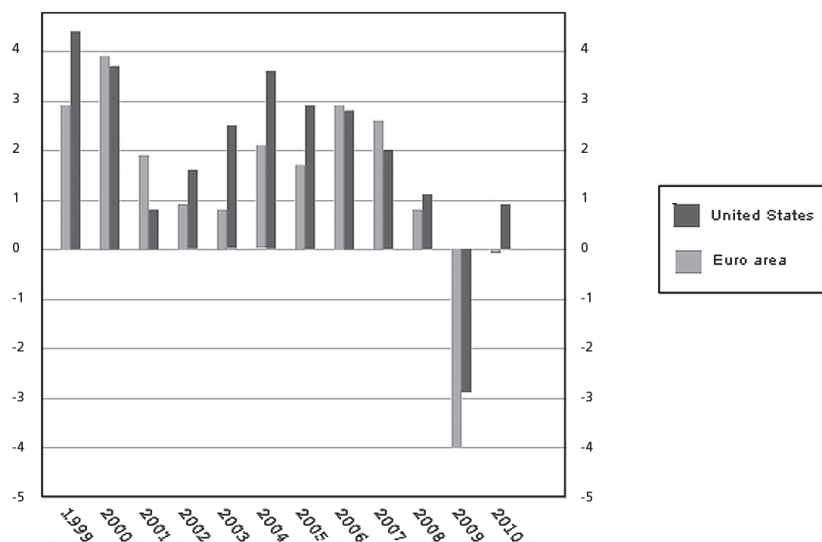
Desde la implantación de la UEM, los euroescépticos han argumentado que el primer gran test para el euro llegaría con una recesión a gran escala como la que estamos viviendo actualmente. Las dudas sobre la fortaleza de la moneda única repasadas en el primer apartado han sido puestas de nuevo sobre la mesa, hasta el punto que destacados economistas como Martin Feldstein han afirmado que «la crisis económica actual puede constituir una prueba severa sobre la capacidad del euro para sobrevivir en tiempos más turbulentos» (Feldstein 2008).

El euro ha demostrado ser un buen refugio para las economías de la zona euro. Los países más afectados por la crisis no estarían en mejor situación si optaran por salir del euro (o si nunca hubieran entrado), como han expresado algunos euroescépticos recientemente. La crisis no ha minado la viabilidad de la UEM a pesar de las voces de alarma aparecidas.

3.1. Los efectos de la crisis y desequilibrios en la zona euro

La crisis económica y financiera actual no es aquello que algunos denominaron «soft landing» o pequeña desaceleración de la economía. Se trata de la mayor recesión económica desde la Gran Depresión de los años 30 y de la primera gran crisis de la globalización.

Sus efectos se han dejado notar con fuerza en Europa, desmintiendo las voces que veían el fenómeno como eminentemente americano. Los tímidos signos de recuperación que el FMI ha dejado entrever en sus últimas predicciones parecen pasar por alto el continente europeo, cuyas tendencias de mejora se prevén para un futuro más lejano que el de los EEUU.



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Eurostat.

Gráfico 5

Crecimiento real del PIB en EEUU y en la zona euro
(% cambio respecto al año anterior)

La actividad económica en la zona euro se encuentra, en el momento de escribir estas líneas, en su peor nivel desde la segunda Guerra Mundial. El PIB de la zona euro cayó un 2.5% durante los tres primeros meses de 2009, lo que significa una caída del 4.6% respecto el mismo periodo del año anterior. En España, el PIB cayó un 1.8%, lo que representa una reducción

del 2.9% respecto a 2008, mientras que en Alemania estas cifras fueron del -3.8% y del -6.9%, respectivamente.

Esta recesión económica está teniendo efectos notorios sobre las tasas de desempleo que, en marzo de 2009 se situaron al 8.9% en la zona euro, al 10.6% en Irlanda y al 17.4% en España.

Como consecuencia de la mala situación de la economía, los créditos a las familias se han reducido drásticamente, como también lo han hecho la construcción y el consumo. Ante esta situación, los Estados han aumentado su gasto, situando su saldo presupuestario en 4 puntos negativos en la zona euro, -5.4 en Francia, -6.2 en España y -11 en Irlanda. La deuda pública de 2009 ha aumentado sobremedida, situándose en el 72.7% en la zona euro, el 46.9% en España, el 96.2% en Grecia o en el 109.3% en Italia (Moatti 2009b).

La crisis económica ha sacado a flote las divergencias entre economías de la zona euro, hasta tal punto que se habla de posibles escisiones en el grupo (Grant 2009). La cuestión de la deuda pública aparece como el principal motivo de preocupación, ya que puede mermar la confianza de los inversores hacia las economías de dichos países.

Varios Estados de la zona euro sobrepasan hoy el límite del 60% del PIB en deuda pública acordado en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Como consecuencia de ello, países como Grecia o Irlanda están obligados a pagar tasas de interés a sus préstamos mucho mayores. Por ejemplo, a principios de 2009, la diferencia entre las tasas de interés alemanas y griegas creció en 2.5 puntos, mientras que Irlanda debe pagar sus préstamos un 2.8% más caros que Alemania (Grant 2009).

La situación es especialmente delicada también en los países de la Europa central y oriental (PECO). Recordemos que Hungría tuvo que pedir un crédito al FMI, al Banco Mundial y a la UE por valor de 20.000 millones de euros en octubre de 2008 y que Letonia y Rumanía han tenido que hacer lo propio más recientemente. Las economías del este se encuentran con el inconveniente añadido que supone el retorno masivo de aquellos trabajadores que fueron empleados en el sector inmobiliario español o irlandés.

3.2. *El euro ante la crisis*

Ante una situación económica tan adversa, no sorprende que economistas como Martin Feldstein se pregunten sobre la capacidad del euro para hacerle frente (Feldstein 2008). O que vaticinen el fin del euro ante las disparidades económicas de la zona euro (Saint-Etienne 2009).

La moneda única, recordemos, ha eliminado la política monetaria de los Estados miembros, que no pueden devaluar para restaurar la competitividad

ni emitir moneda para financiarse. Las políticas de refuerzo presupuestario público a nivel europeo tampoco pueden llevarse a cabo fácilmente, puesto que paquetes de estímulo fiscal europeos requieren el acuerdo de 27 Estados miembros, algo que no ha sucedido hasta la fecha. El estímulo presupuestario a nivel europeo es muy escaso, con un presupuesto de la Unión del 1% de su PIB (Moatti 2009b).

Cómo la pertenencia al euro hace imposible una devaluación competitiva, se ha especulado con la salida de algunos países del euro o con la reducción de sus costes laborales como únicas salidas a la continua caída de su competitividad. Sin embargo, «los indicadores sugieren que los méritos relativos de quedarse fuera del euro [...] no son obvios en el frente de la competitividad» (Jones 2009:46). El euro ha permitido a países con bajos índices de competitividad conseguir mayores cuotas de liquidez y préstamos, lo que les ha permitido reducir el coste del capital y de establecimiento de nuevos negocios (Jones 2009:46). España, que en el 2007 absorbió casi el 10% del total del ahorro mundial es un buen ejemplo de ello. Es evidente que la ausencia de riesgo de cambio ha sido un factor fundamental para esta atraktividad.

Por otra parte, el coste de la deuda es mayor en aquellos países fragilizados por la crisis. Hemos visto como Grecia se enfrenta a un fuerte aumento de los tipos de interés para financiar su deuda, lo que supone otro motivo de alarma para los que vaticinan el final de la solidaridad entre miembros de la zona euro.

Según el *think tank* inglés *Centre for European Reform*, esta situación está debilitando la solvencia de algunos Estados de la zona euro (Grant 2009), pero es poco probable su abandono de la moneda única. Por las tensiones políticas que ello acarrearía y también porque dejarían de beneficiarse de la liquidez de los mercados de la eurozona y tendrían mayores dificultades de acceso al crédito (Jones 2009:50).

España tampoco escapa de las voces de alarma que advierten que su pertenencia al euro ha dificultado su situación económica. El premio Nobel Paul Krugman escribió en su blog del *New York Times* que la política excesivamente expansiva de la zona euro ha provocado un aumento de la inflación, una pérdida de competitividad y unos tipos de interés reales negativos que han alentado el endeudamiento y contribuido a la burbuja inmobiliaria (Krugman 2009).

Autoridades comunitarias como Jean-Claude Juncker, han investigado la viabilidad de la mutualización de las deudas nacionales dentro de la eurozona. Incluso en el fragor de la crisis, el Reino Unido anuncio que contribuiría a medidas para prevenir el caos en la zona euro (Grant 2009). La contrapartida serían mayores presiones hacia países como Grecia, Irlanda, Portugal y España para que emprendan reformas estructurales de sus econo-

mías. Pero al final ninguna de esas ideas ha prosperado, por la limitada solidaridad entre los Estados y, una vez más, por la ausencia de un gobierno económico europeo que permita utilizar al euro como un real instrumento político. Ni mutualización de deudas, ni planes de relanzamiento keynesianos a escala europea, ni lanzamiento de eurobonos han recibido la menor aprobación por parte de los gobiernos del euro.

3.3. *Estabilización y crisis*

A pesar de todas las especulaciones sobre el efecto de la crisis sobre el euro, la sensación generalizada es que la moneda única ha sido un buen refugio para las economías de la zona euro. Los países que viven al margen de la UEM han expresado su interés en formar parte del euro, incluso aquellos tradicionalmente euroescépticos como Dinamarca (Moatti 2009).

Buen ejemplo de ello son las economías de los PECO. Como consecuencia de la crisis, las monedas de los PECO han sufrido depreciaciones masivas y una caída brutal de su crecimiento. Es por ello que los PECO están intentando hoy acelerar su camino hacia el euro siguiendo el ejemplo de Eslovaquia, décimo sexto país que ha adoptado la moneda única.

Islandia es también un buen ejemplo del potencial estabilizador del euro. Ante el colapso de su economía y la explosión de su deuda, el nuevo gobierno socialista ha prometido acelerar el proceso de adhesión a la UE y el euro. La adopción del euro es vista por la élite política y financiera como la mejor opción para salir de la crisis (Schymik 2009).

Irlanda y España son la mejor muestra del efecto estabilizador de la moneda única. Con el tercer déficit comercial más grande del mundo, España hubiera tenido que devaluar la peseta de forma masiva y enfrentarse a niveles de endeudamiento insostenibles para paliar los efectos de la crisis. Sin el euro, lo que hubiera representado un alivio temporal para la economía española hubiera hecho desaparecer la credibilidad de la que han gozado nuestras estructuras económicas, a pesar del endeudamiento creciente y un desequilibrio comercial persistente. También es cierto que sin la protección que nos brindó el euro no hubiésemos podido cometer los excesos que nos han llevado hasta la actual situación. Pero esto no es culpa del instrumento sino del uso que de él se ha hecho.

En Irlanda, los niveles de liquidez que el euro garantiza han sido catalogados de «salvavidas» para la economía irlandesa por medios de comunicación como el *Economist* (2008). No sin razón los ciudadanos de Irlanda son de los europeos más favorables a la moneda única (Comisión Europea 2008:32). Esperemos que ello se note en el resultado del próximo referéndum sobre el Tratado de Lisboa.

4. Los retos de futuro de la zona euro

Los retos futuros de la zona euro son: cumplir con las promesas de crecimiento, mejorar los sistemas de gobierno y reforzar su papel internacional.

4.1. *Cumplir con las promesas de crecimiento*

La comunicación de la Comisión Europea para los diez años del euro reconoce que el euro no ha cumplido con varios aspectos del crecimiento económico, en especial la mejora de la productividad del trabajo (Comisión Europea 2008).

Las tasas de empleo en la zona euro han aumentado considerablemente en los últimos diez años. Sin embargo, este crecimiento del empleo se ha producido a expensas de la productividad del trabajo, que continúa a niveles inferiores a los de EEUU (+2% en la última década). Esto explica que la zona euro parece confrontada a un *trade-off* según el cual sólo consigue crear empleo a expensas de un menor crecimiento productivo (Pisani-Ferry *et. al.* 2008:19).

No está claro cuáles hubieran sido los niveles de crecimiento de la productividad del trabajo en la zona euro sin el euro —la Comisión afirma que bastante menores (Comisión Europea 2008:20)—. Lo que sí es evidente es que la zona euro no ha cumplido con las expectativas de crecimiento y productividad esperadas, sobre todo en comparación con los niveles de EEUU durante la última década.

Otro factor de preocupación en este sentido son los diferenciales de crecimiento entre países de la UEM a las que antes me he referido. Y, a veces, las aparentes similitudes entre las cifras de crecimiento esconden graves divergencias internas. Existen grandes disparidades en la productividad de las economías europeas, lo que permite hablar de un abismo creciente entre el Norte y el Sur de Europa, sobre todo por lo que se refiere a niveles de competitividad. La crisis económica y financiera ha puesto más de relieve los desequilibrios existentes, lo que obliga a cumplir con mayor urgencia las promesas de crecimiento en los países del euro.

Pero ello requeriría una mayor coordinación de las políticas económicas. Todo el mundo la reclama (el Comisario Almunia lo ha hecho recientemente de nuevo), pero no parece que este tema esté en la agenda del Consejo de forma operativa.

4.2. *Fortalecer la gobernanza de la zona euro*

El déficit de gobernanza de las políticas económicas de los países miembros está en la raíz del débil crecimiento de la zona euro (Moatti 2009). Tras

la creación de la moneda única, los líderes europeos de la época preveían que se procedería a adoptar un presupuesto comunitario común, una política social y los demás elementos económicos de un gobierno. El euro, en palabras de Jean Pisani-Ferry, «estaba destinado a inserirse en un sistema de política económica del cual sería el componente principal, pero no el único» (Pisani-Ferry 2008:58).

Sin embargo, las políticas presupuestaria, fiscal y salarial continúan siendo competencia nacional. Ello implica que coexista una federalización completa de la moneda, cuya responsabilidad recae en el BCE, con una gestión intergubernamental, aunque coordinada, de los otros aspectos de la política económica, como señala con especial acierto Pisani-Ferry (2008:59).

El Tratado de Lisboa dará un paso adelante hacia la coordinación de la gobernanza de la zona euro, reconociendo formalmente al Eurogrupo, pero muy escaso con respecto a las necesidades del momento. La batalla de que el BCE tenga también como objetivo el crecimiento y el empleo, además de la estabilidad de los precios, se ha perdido por mucho tiempo. Y si en las actuales circunstancias no se plantea no se hará nunca. Otra cosa es el comportamiento de esa institución en la práctica.

De un modo u otro, la mejora de la gobernanza económica de la zona euro debe ocupar un lugar destacado en la agenda política europea. La actual crisis económica y financiera no ha hecho más que reforzar esta necesidad.

Ante las demandas de adhesión de nuevos miembros a la zona euro, parece necesario revisar los criterios de adhesión de Maastricht, diseñados para un momento en que la prioridad era la contención fiscal y que hoy pueden ser catalogados de arbitrarios e irrelevantes (Crespo 2009). Políticamente, las demandas de adhesión suponen un problema para diversos miembros de la zona euro, que ven con reticencia la entrada de países del este. Ello ha suscitado las quejas de nuevos Estados miembros ante lo que consideran actitudes elitistas e insolidarias por parte del club del euro.

4.3. *Potenciar el papel internacional del euro*

El euro es hoy la segunda moneda de reserva mundial. Pero, a pesar de ello, su estatuto internacional no se ha complementado con capacidades de negociación y acción suficientes y su peso queda muy por debajo del dólar. Diversos países euro continúan teniendo voz propia en foros internacionales como el FMI, el G7 o el G20. La actitud de los Estados, reticentes a ceder su asiento en estos foros, impacienta a miembros no-europeos, que denuncian la sobrerrepresentación europea allá donde los europeos dicen querer actuar con una sola voz. Buen ejemplo de ello son las negociaciones

para que España pudiera sentarse en las reuniones del G20 en Washington en noviembre de 2008.

Esta situación ha hecho que se refuerce la propuesta de una política de «unificación externa» del euro. Sin embargo, el asiento único europeo está lejos de conseguirse en foros relevantes como el consejo de administración del FMI. Tampoco resolvería todos los problemas porque los Estados del euro no tienen los mismos intereses en todas las cuestiones. Pero tendría un gran valor simbólico

En conclusión, este rápido paseo por las cuestiones que el euro levantó ayer y está levantando hoy puede dar una imagen negativa de su balance. Lejos de mi minusvalorar lo que el euro ha significado para la construcción europea y en particular para la economía española. Pero 10 años son pocos para juzgar la aventura de una unión monetaria que se quería, aunque todavía no lo sea, también económica.

Su historia verdadera está todavía por escribir y dependerá de la clase de Europa que queramos hacer los europeos.

Referencias bibliográficas

- COMISIÓN EUROPEA (2008). EMU@10. Successes and challenges after ten years of Economic and Monetary Union. *European Economy*. Num. 2. http://ec.europa.eu/economy_finance/emu10/emu10report_en.pdf
- COMISIÓN EUROPEA (2008b). Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo, al Comité Económico y Social Europeo, al Comité de las Regiones y al Banco Central Europeo. UEM@10 - Logros y retos tras los diez primeros años de Unión Económica y Monetaria. 7 de mayo. <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2008:0238:FIN:ES:PDF>
- CRESPO, Clara (2009). «El gran test del euro en su décimo aniversario». *Real Instituto Elcano*. ARI 41/2009. http://www.realinstitutoelcano.org/wps/portal/rielcano/contenido?WCM_GLOBAL_CONTEXT=/Elcano_es/Zonas_es/Europa/ARI41-2009
- CURRIE, David (1998). *Will the euro work? The ins and outs of EMU*. London: Economist Intelligence Unit Research Report.
- ECONOMIST (2008). «Demonstrably durable. The Euro at ten». *The Economist Print Edition*. 30 de diciembre. http://www.economist.com/world/europe/displaystory.cfm?story_id=12851352
- FELDSTEIN, Martin (2008). «Sobrevivirá el euro a la crisis actual?» *Project Syndicate* <http://www.project-syndicate.org/commentary/feldstein5/Spanish>
- GRANT, Charles (2009). «Ten years on, the eurozone must beware of the Greeks bearing debts». *The Times*. 26 March. http://www.cer.org.uk/articles/article_times_grant_26mar09.html
- JONES, Erik (2009). «The Euro and the financial crisis». *Survival*. Vol. 51. Núm. 2. Abril-mayo.

- KRUGMAN, Paul (2009). «The pain in Spain...». NYT Blog. 19 de enero. <http://krugman.blogs.nytimes.com/2009/01/19/the-pain-in-spain/>
- LOUIS, Jean-Victor (2009). «The international projection of the euro and the international monetary system» en TELÒ, Mario (ed.). *The European Union and Global Governance*. New York: Routledge.
- MOATTI, Sandra (2009) «L'euro, une monnaie sans gouvernement». *Alternatives Economiques. L'Europe. Hors Série*. Núm. 81. Mayo.
- MOATTI, Sandra (2009b) «Tempête sur la zone euro». *Alternatives Economiques. Dossier Web*. Marzo.
- PISANI-FERRY, Jean (2008). «Le succès ambigu de l'euro» en ROCARD, Michel y GNESOTTO, Nicole. *Notre Europe*. Paris: Robert Laffont.
http://www.bruegel.org/Public/fileDownload.php?target=/Files/media/PDF/Publications/Third%20Party/Le-succes-ambigu-de-l-euro_Jean-Pisani-Ferry_Notre-Europe.pdf
- PISANI-FERRY, Jean *et al.* (2008). «Coming of Age: Report on the euro area». Bruegel. http://www.bruegel.org/Public/fileDownload.php?target=/Files/media/PDF/Publications/Blueprint/bruegel_comingofage.pdf
- SAINT-ETIENNE, Christian (2009). *La fin de l'euro*. Paris: Bourin.
- SCHYMIK, Carsten (2009). «Iceland on Course for the EU». *SWP Comments*. German Institute for International and Security Affairs. Mayo. http://www.swp-berlin.org/en/common/get_document.php?asset_id=5976
- SMITH, Ed (1998). «Will EMU lead to political union?» *Centre for European Reform Bulletin*. Num. 2. http://www.cer.org.uk/articles/n_2_4.html
- TIETMEYER, Hans (1997). «The relationship between economic convergence and EMU». *Bank for International Settlements Review*. Num. 30. <http://www.bis.org/review/r970321e.pdf>

10 años de existencia del Euro: una visión política

David Chico

Profesor en el Máster en Políticas Públicas de la UPF-Barcelona

y

Javier Ramos

Investigador en el e-Democracy Center Universidad de Zurich

Los mejores europeos no son aquellos con las ideas más bellas o generosas, que se desaniman cuando no se realizan. Los buenos europeos son aquellos que saben identificar las dificultades, tratan de resolverlas y nunca se desaniman.

Paul-Henri Spaak

Sumario: Introducción.— 1. Globalización y Unión Europea: ¿consolidación o debilitamiento?— 2. Una moneda para un actor global.— 3. El Euro y los aspectos de acción exterior.— 4. La nueva dimensión externa de la UE - Razón *ad extra* del proceso de integración.— 5. Conclusiones.

Resumen: El Euro es la historia de un éxito. Hasta ahora, la UE ha mantenido una **razón de ser *ad intra*** volcada en su proceso de integración y ampliación, con una moneda común como instrumento destacado, donde se trataba de fortalecer la integración sobre la base de la creación de «más mercado». Sin embargo en la era de la globalización esto, ya no es suficiente. Pese a sus indudables éxitos de estos últimos 50 años, la UE no puede definirse más en términos únicamente de dinámica interna. La UE necesita iniciar una nueva etapa, una fase externa donde la organización interna europea sea parte de un plan más amplio en el que la acción exterior europea incluya el campo económico y social, para poner en movimiento un Estado del Bienestar global y que sea una **razón de ser (*ad extra*)** para el proceso de integración europeo en un momento en que este se encuentra especialmente vacilante. El Euro debería configurarse como un eje vertebrador alrededor del cual la UE desarrolle esa acción exterior.

Palabras claves: Euro, Globalización, Modelo Social Europeo, Acción Exterior, Unión Europea.

Abstract: *The Euro is a success story. Until now, the UE has maintained a **raison d'être ad intra** focusing in its integration process and enlargement, with a common currency like outstanding instrument, where main goal was to strength integration on the base of the «market creation» approach. Nevertheless in the era of the globalization this is no longer enough. In spite of their doubtless successes*

*of these last 50 years, EU cannot be defined more in terms solely of its internal dynamics. Therefore, EU needs to initiate a new stage - an external phase where the European internal integration process will be part of a ampler plan where European external action helps to put in action a Global Welfare state, becoming the new **raison d'être (ad extra)** for the European integration process in a moment in which it is specially hesitating. The Euro will be the axis around which the EU develops its external action.*

Keywords: Euro, Globalization, European Social Model, External Action, European Union.

Introducción

La UE no es la realización de un proyecto netamente liberal. Es también un intento de Europa por avanzar en una tradición socio-económica a la que frecuentemente nos referimos como «Modelo Social Europeo» (MSE). El compromiso con lo «social» apreciable a nivel nacional, principalmente entre la UE-15 respecto al resto del mundo, no se traduce en un Modelo Social. Al contrario hay cierto consenso en que la estructura institucional de la UE está produciendo una clara asimetría a favor de políticas que promueven la «creación de un mercado» por encima de la «corrección del mercado»¹.

Aunque el término «cohesión» forma parte del proceso mismo de construcción europea desde sus orígenes, la posibilidad de crear un modelo social genuinamente europeo está muy lejos de ser una realidad, sobre todo desde la caída del mundo de Berlín, y el consiguiente predominio de los postulados neo-liberales. Para muchos autores esta fecha define el predominio de los intereses empresariales que han marcado la agenda Europea desde entonces. Los procesos de toma de decisiones, frecuentemente limitado a élites nacionales y lobbies privados han evolucionado sin la suficiente presión sobre temas sociales a nivel europeo².

La aprobación del Tratado de Maastricht (1992), la puesta en marcha de la Unión Económica y Monetaria en 1999, cuya materialización concreta fue el Euro y el Banco Central Europeo, junto con el Pacto de Estabilidad y

¹ SCHARPF, (2002) «The European Social Model». *Journal of Common Market Studies*, Vol. 40, pp.645-670; LEIBFRIED, (2005) Bypass to a social Europe? Lessons from federal experience. *Journal of European Social Policy*. Vol. 12; pp.545-571.

² BIELER, 2003 «European Integration and eastward enlargement: The widening and deepening of neo-liberal restructuring in Europe» *Queen's papers on Europeanisation* N. 8. APELDOORN, 2006 The Transformation of Corporate Governance Regulation in the European Union: From Harmonization to Marketization. Working Papers Political Science 2006/04.

Crecimiento (1997), son el reflejo de esta política de «creación de un mercado» en detrimento de las políticas «de corrección» del mismo.

Este no es un fenómeno netamente europeo. La filosofía que inspira las políticas europeas desde los años 90 sigue la línea ideológica que culminó en el así llamado *Consenso de Washington*³ y que a grandes rasgos significa el reforzamiento del mercado y el debilitamiento de la acción económica del estado.

La aplicación de políticas inspiradas en estos principios en los últimos treinta años ha moldeado un nuevo orden económico mundial mucho más internacionalizado, económicamente desigual y laboralmente más precario que hace mucho más difícil la consolidación del MSE. Este es el gran reto de la UE en la actualidad, y es aquí donde el Euro adquiere una dimensión política que podría favorecer la consolidación de una política exterior común en pos de una globalización distinta.

1. Globalización y Unión Europea: ¿consolidación o debilitamiento?

La Globalización liberal ha posibilitado la aparición de nuevos actores económicos que han crecido a ritmos que en algunos casos triplicaban el crecimiento europeo en las dos últimas décadas. Esto ha favorecido un aumento espectacular de la fuerza laboral, un cambio significativo en el modelo productivo de algunas economías emergentes y una disminución de la pobreza medida en 1\$ día.

Pero este crecimiento espectacular no se ha traducido en desarrollo en muchos casos. El gasto social sigue estancado en muchas economías emergentes, se están produciendo aumentos significativos de la desigualdad y de la economía informal, crecen las migraciones económicas y hay evidencias que apuntan a un deterioro de las condiciones de empleo.

La UE no puede escapar a esta realidad y sus aspiraciones sociales no pueden definirse sin tener en cuenta esta situación. La participación de las economías en vías de desarrollo en la exportación mundial ha aumentado significativamente en los últimos quince años, así como el grado de penetración de las importaciones, que históricamente se daba en los países de la OCDE. Si en 1990 el 83% de las exportaciones mundiales procedían de economías desarrolladas, hoy representa el 72%, con lo que la participación

³ Las premisas que han guiado las políticas del Consenso de Washington son a grandes rasgos la liberalización de comercio y las finanzas, la privatización de empresas públicas, la eliminación de subsidios sociales generosos e indiscriminados, la apertura a la inversión exterior, mayor disciplina fiscal y políticas monetarias restrictivas que controlen la inflación y garanticen estabilidad de precios.

de las economías emergentes en el PIB mundial ha pasado del 16% en 1990 al 25,8% en 2006⁴. El crecimiento del PIB es más elevado entre los países menos desarrollados, la proporción empleo/población es también más elevada y la participación de la población activa y de las tasas de desempleo son bastante parecidas entre los países desarrollados y los países en vías de desarrollo⁵.

Según la OIT (2007) la fuerza laboral mundial se ha doblado en dos décadas, pasando de 1.500 millones en 1985 a 3.000 millones. Este proceso de *proletarización masiva* en contextos donde las garantías sociales y laborales son mínimas, cuando no claramente inexistentes, explica uno de los retos más importantes a los que se enfrenta la UE del siglo XXI: Cómo mantener sus políticas redistributivas en un mundo cada vez más internacionalizado, menos redistributivo y claramente menos preocupado por armonizar estándares sociales y laborales.

Además hasta hace no mucho la participación de las economías emergentes en el comercio mundial se basaba principalmente en la exportación de materias primas y productos intensivos en mano de obra y poco valor añadido. Pero desde hace años se está produciendo un cambio en las dinámicas de especialización comercial y productiva a nivel mundial y algunas economías emergentes exportan también productos de alta tecnología a las economías desarrolladas⁶.

Sin embargo este magno crecimiento no se está traduciendo de igual manera en desarrollo. Las diferencias en gasto social siguen siendo enormes. El gasto social medio de la Unión Europea (UE-15) (26,8%) es sustancialmente mayor que el de China (3,6%) o Singapur (3,3%), India (2,6%), Malasia (2,9%), Tailandia (1,9%), Indonesia (1,7%) y Filipinas (1,7%). Otras economías emergentes como Rusia, Brasil o Argentina dedicaron alrededor del 10% de su PIB a políticas sociales (OIT, 2000).

La relación entre el PIB per capita en el país más rico y en el más pobre ha aumentado de 42:1 en 1970 a 62:1 en 1990 y a 390:1 en el 2001. La relación entre el PIB per capita en los 20 países más ricos y los 20 países más pobres ha pasado de 54:1 durante los años 1960-62 a 121:1 entre 2000-2002. El ratio entre el quintil más rico y más pobre ha pasado del 31:1 en 1965 al 60:1

⁴ Banco Mundial, (2006) *Key Development Data & Statistics*.

⁵ OIT (2006): «Global Employment Trends Brief, January 2007; &»Global Employment Trends Model». ILO (2007) «World Employment Record 2004-2005. Employment, Productivity and Poverty Reduction». & «Global Employment trends»,. enero 2007.

⁶ LANDESMANN *et al.* *Income Distribution, Technical Change and the Dynamics of International Economic Integration*, Blackwell Synergy, 2007. ERM report *Restructuring and employment in the EU: The impact of globalisation*, European Foundation for the Improvement of Living and Working conditions, 2007.

en 1990 y al 74:1 en 1997⁷. Pero la desigualdad también ha aumentado entre países y dentro de cada país⁸.

La economía informal representa una proporción muy elevada del empleo total en muchas de estas economías. Aunque los datos son escasos y no siempre comparables, los que disponemos indican que en países como la India, Pakistán, Brasil, Argentina o Tailandia en torno al 50% del total del empleo está en la economía informal. Aunque no existen datos fiables sobre el alcance total del empleo informal en China, un informe de 2006 elaborado por el Center for China Study asegura que la economía informal en el país que lidera la globalización está creciendo a un ritmo del 12,51%. La OIT (2002) ha confirmado esta tendencia al alza del empleo informal en China, y las estimaciones presentadas en un informe del Banco Mundial (2002) señalan que el sector informal ya representa el 13,1% de su PNB.

Por otra parte la liberalización del mercado financiero tampoco ha hecho mucho a favor de la consolidación del MSE. Así aunque los flujos de capitales han crecido de manera espectacular en el periodo 1990-2005, las inversiones en infraestructuras no lo han hecho al mismo ritmo y ha aumentado considerablemente la volatilidad del capital (capital especulativo)⁹. Un crecimiento masivo de la liquidez en los mercados mundiales a la sombra de unos tipos de interés bajos ha favorecido la generalización de los Hedge Funds, (HF) y de los Fondos de Capital Riesgo (Private Equity Funds). La falta de transparencia, la información asimétrica, la falta de regulación y el abuso de información privilegiada ha hecho de los mercados espacios altamente ineficaces e imperfectos más allá de justificaciones ideológicas de manual, lo cual ha hecho disminuir la recaudación tributaria y la eficacia inversora de las empresas, al tiempo que ha favorecido los procesos de recortes salariales y laborales y el empeoramiento de las condiciones de trabajo.

La liberalización proporciona enormes oportunidades para obtener ganancias de capital rápidamente, lo cual estimula el comportamiento especulativo y hace que aumente la volatilidad financiera. Como resultado, los efectos positivos esperados de la liberalización financiera —obtención de recursos suplementarios que animen la inversión y el crecimiento— se reducen y aumenta el riesgo de volatilidad y de ciclos económicos con altibajos más frecuentes. Esto ha provocado cambios abruptos e inesperados en

⁷ NAYYAR, D. (2003) Globalisation, history and development: a tale of two centuries» *Cambridge Journal of Economics*, Vol. 30, n.º 1. Banco Mundial, (2007) Key Development Data & Statistics.

⁸ MILANOVIC, (2007) «Worlds Apart: Measuring International and Global Inequality 2007», Princeton University Press.

⁹ VAN DER HOEVEN, R. & LÜBKER, M. *Financial Openness and Employment. The Need for Coherent International and National Policies*. 2006. ILO working papers n.º 75.

los mercados que están reforzando la tensión entre crecimiento y volatilidad. Los países se ven obligados a retener una elevada cantidad de reservas extranjeras, lo que reduce los ingresos y el potencial de crecimiento¹⁰.

Además, una parte de estos fondos está ubicada fuera de las economías más avanzadas para minimizar costes impositivos y depender de unos regímenes reguladores blandos. Esto pone en dificultades la financiación de los estados del bienestar en Europa sin que favorezca el establecimiento de sistemas sociales en los países en desarrollo.

Si las fronteras se hacen cada vez más permeables para mercancías y servicios, difícilmente se pueden cerrar a las personas. Como resultado la emigración económica desde países pobres a países ricos está en máximos históricos. El número ha pasado de 84 millones en 1975, a 105 millones en 1985, 120 millones en 1990, 150 millones en el año 2000 y en torno a 196 millones en la actualidad¹¹.

Muchos países intentan regular las migraciones con leyes más duras que buscan impermeabilizar las fronteras. Esto favorece el tráfico humano controlado por mafias que no sólo explotan a los inmigrantes en el país de origen, sino también en el país de acogida. Según los últimos datos este comercio ilegal de seres humanos está aumentando y dos tercios de este tráfico ilegal se concentran en el Este de Asia y Pacífico, Europa y Euroasia, donde se cree que hay en torno a 600.000 víctimas¹².

Esto significa que todos los sectores de la economía Europa se enfrentan a una competencia de menores costes laborales, legislaciones laborales laxas y políticas sociales casi inexistentes que lejos de favorecer una redistribución más equitativa del bienestar, producen verdaderas presiones a la baja sobre las condiciones sociales y laborales de los trabajadores europeos sin que mejoren las condiciones de los trabajadores en terceros países¹³.

Ciertamente, éste no es el modelo de globalización al que aspiran la mayoría de los ciudadanos europeos que encuesta tras encuesta afirman su

¹⁰ PRASAD *et al.* *Financial Globalisation, Growth and Volatility in Developing Countries: Some Empirical Evidence*. IMF. Washington. 2004. CERRA y SAXENA. *Growth Dynamics: the Myth of Economic Recovery*. IMF Working Paper 05/147. Washintong DC. 2005.

¹¹ Organización Internacional de las Migraciones (2008).

¹² DANAILOVA-TRAINOR & BELSER, *Globalization and the Illicit Market for Human Trafficking: an empirical analysis of supply and demand*. 2006. Working paper 53.

¹³ El resultado de este desequilibrio sobre el mercado laboral en Europa es ya evidente. Quienes más producción trasladan o deslocalizan son el sector automóvil (12,6%), maquinaria eléctrica (11,4%), química (7,9%), textiles (4,2%) o alimentos (3,4%), pero otros sectores de mayor cualificación empiezan a deslocalizar también, banca y seguros (24,8%), Informática (7,7%) TV y telecomunicaciones (6,3%), servicios empresariales (Business services 2,4%) (ERM report, 2007). La mayoría de las deslocalizaciones desde la UE-15 van a los nuevos estados miembros (51,2%), pero Asia, absorbe ya el 36,3% y el resto del mundo el 12,5% (ERM report, 2007).

temor por este modelo de globalización y su deseo de impulsar uno nuevo. Los beneficios del crecimiento económico asociado a la globalización los disfruta sólo un porcentaje de la población, mientras que la carga del crecimiento (desigualdad, deterioro de las condiciones de trabajo, economía informal, tráfico de seres humanos, etc.) se extiende entre un número cada vez mayor de personas.

Cada vez parece más necesario un mundo más integrado tanto a nivel económico como social y la situación actual sugiere que la integración económica y la cohesión social no evolucionan al mismo ritmo. El escenario económico actual estimula a las empresas mundiales a optar por la deslocalización de una economía a otra buscando leyes más laxas sobre las condiciones laborales e impositivas así como la capacidad para imponer a los gobiernos condiciones de inversión más favorables. Esto se traduce en un aumento de la desigualdad y en un empeoramiento de las condiciones de empleo.

Estos modelos de desarrollo desequilibrados amenazan nuestra aspiración de consolidar un modelo social, no sólo en Europa sino en el resto del mundo. Por eso cada vez es más necesario un actor global capaz de liderar un nuevo Consenso que tenga en la creación de empleo y la distribución de la riqueza sus pilares fundamentales.

El vínculo entre la dimensión social y la dimensión exterior de la UE es más evidente que nunca, y curiosamente, la perspectiva de que la crisis aúne voluntades, despeje dudas y elimine los elementos más nocivos del proceso de construcción europea son más irreales que nunca. Al contrario la debilidad institucional, la vuelta a lo nacional como prioridad, la falta de liderazgo político y la ausencia de voluntades que apuesten claramente por una profundización de la UE son más evidentes que nunca.

¿Qué hacer para poder mantener su gasto social en contextos donde sus competidores gastan nueve o diez veces menos en política social? ¿Qué hacer para poder mantener sus derechos laborales mientras vemos como crece la economía informal, el tráfico de personas y un deterioro de los derechos laborales?; ¿Cómo impedir, en definitiva, que el actual proceso de desigualdad y dualización social no sigan creciendo y arrastre consigo las bases del modelo social europeo?

Parece que la promoción de la UE como un actor global con peso suficiente para defender fuera lo que intenta consolidar dentro respondería en parte a estas cuestiones. Es en este contexto donde podemos valorar las limitaciones y potencialidades de la moneda que la mayoría de los europeos compartimos. Son muchos los análisis sobre la dimensión económica que la moneda ha desarrollado tras 10 años de funcionamiento. Son más escasos los que vieron y ven en la moneda una oportunidad, tal vez perdida, de consolidar una dimensión externa que favorezca el mantenimiento del Modelo Social y su extensión global.

2. Una moneda para un actor global

No podemos decir que el nacimiento y desarrollo del Euro haya sido un fracaso. El Euro desde su nacimiento hace diez años pretendía proporcionar nuevas oportunidades derivadas de la integración y del incremento de las economías de escala en la zona del Euro. Con ello se buscaba aumentar la eficiencia del Mercado Único.

Muchas de estas expectativas se han cumplido:

- 1) Han desaparecido los costes de transacción y el riesgo de tipo de cambio. El Euro ha conllevado la desaparición de los costes por cambio de divisas y los derivados de la cobertura del riesgo de cambio, lo que se ha cuantificado por el BCE en un ahorro del 0'5% del PIB de la UE. La eliminación de costes de divisas y riesgos de cambio ha permitido fomentar la estabilidad y reducir la especulación financiera, de forma que se crea un marco con menor incertidumbre tanto monetaria como financiera en el que las empresas se han beneficiado mejor del Mercado Único. Hoy, el 62,6% de las exportaciones de mercancías españolas se realizaron en Euros, una cifra superior a la de Francia (52,7%), Alemania (61,1%) o Italia (59,7). En cuanto a las importaciones, España ocupa el primer puesto en uso de la moneda europea con el 61,1% frente al 45% de Francia y el 52% de Alemania¹⁴.
- 2) Se ha producido una ampliación de mercados, un aumento del comercio y una mayor facilidad de acceso al Mercado Único. La UEM ha consolidado un marco económico de estabilidad y prosperidad, el cual ha mejorado los intercambios comerciales entre los Estados miembros. Según el BCE, el valor de las importaciones y exportaciones intracomunitarias ha subido desde el 26% del PIB de la zona en 1998 al 33% en 2007¹⁵. Al mismo tiempo, el comercio de servicios dentro de la zona también se ha intensificado, pasando del 5% al 7% del PIB. En el 2007, los intercambios comerciales entre los países de la zona del Euro representaron alrededor del 50% del comercio total de la zona. Este aumento del comercio ha sido atribuido por algunos autores¹⁶ a la reducción del efecto frontera, al tener todos los países una moneda común.

¹⁴ Boletín mensual del BCE sobre el 10.º aniversario del Euro: <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/10thanniversaryoftheecmb200806es.pdf?2fe40ee8a5ddb61348165810a1bab31c>. Página 93.

¹⁵ Boletín mensual del BCE sobre el 10.º aniversario del Euro: <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/10thanniversaryoftheecmb200806es.pdf?2fe40ee8a5ddb61348165810a1bab31c>

¹⁶ FRANKEL, J. A. y ROSE, A. «An estimate of the effect of common currencies on trade and income», *Quarterly Journal of Economics*, vol. 117, núm. 2, págs. 437-466. 2002.

- Esto por supuesto está muy relacionado con la eliminación de los costes de transacción en divisas —muy elevados— y de los seguros de cambio. Al mismo tiempo, el Euro por razones evidentes ha hecho más fácil viajar, negociar, y comprar en el extranjero, al existir una única unidad monetaria de referencia entre los países integrantes. Además, para el caso particular de las empresas españolas, el Euro ha servido e impulsado su expansión hacia el Exterior. Cuando uno va a Asia o a Latinoamérica con el Euro, con una moneda aceptada y en la que se puede cerrar operaciones, la posibilidad de hacer negocio aumenta hasta cotas que con la peseta eran impensables.
- 3) Han desaparecido las devaluaciones monetarias como instrumento competitivo. Con la existencia del Euro, la utilización de las devaluaciones monetarias, como medida de incremento de la competitividad en las exportaciones frente a otros países, ya no es posible. No obstante, en ocasiones para los Gobiernos se plantea como una desventaja, al renunciar al uso del tipo de cambio como instrumento para paliar la pérdida de competitividad.
 - 4) Se ha favorecido la simplificación administrativa y una mayor transparencia y competencia en el mercado europeo. El Euro ha facilitado la comparación de precios entre los distintos países de la Unión Económica y Monetaria, disminuyendo los costes de información de las empresas.
 - 5) Hay mayor y mejor acceso a fuentes de financiación. El abaratamiento del precio del dinero ha sido así uno de los grandes éxitos del Euro (y pecados) y la palanca para el estímulo del consumo, la inversión y el crecimiento económico en general. En la década de los noventa, los tipos de interés a largo plazo en la Europa de los Quince bajaron desde el 11,1% al 4,3%. En el caso de España las ventajas han sido todavía más acusadas, debido a que el descenso de los tipos de interés ha sido todavía más pronunciado al pasar del 14,7% al 4,1%. Dicho lo cual, también debe señalarse que la actual crisis económica ha puesto en cuestión muchas de las ventajas de esta capacidad de financiación.

Pero el Euro también ha traído ciertas desventajas y algunas expectativas sin cumplir.

Los principales inconvenientes que se suelen señalar derivan de la transición al Euro, siendo en su mayoría temporales y a corto plazo, y que se suelen denominar como costes de adaptación y aprendizaje. El paso de una moneda a otras obliga a un aprendizaje de nuevos precios, habituarse a los redondeos y en algunos casos, como pasó en nuestro país, a la utilización de los decimales.

El otro gran inconveniente tradicional es la renuncia al tipo de cambio como instrumento de ajuste, y es el reverso de la moneda de la desaparición de las devaluaciones monetarias como instrumento competitivo. Los gobiernos dejan de poder manejar el tipo de cambio para aumentar la competitividad de la economía.

A estos dos factores, hay que unirle la percepción de subidas de precios, más o menos cuantificada, pero que ha acabado por ser comúnmente aceptada su existencia.

Entre las expectativas incumplidas se encuentra la limitada movilidad de los factores de producción, que se ha producido para el capital, pero no para el trabajo.

La otra gran decepción del Euro ha sido el crecimiento, que no se ha incrementado como se esperaba. Tal y como reconoce el BCE «desde 1996, la tasa media de crecimiento de la zona del euro ha sido del 2,2% por año, prácticamente sin variaciones con respecto a la tasa media del período 1980-1995». Dicho de otra manera, la llegada de la moneda única no ha traído mayores niveles de crecimiento.

Por último, entre las expectativas incumplidas está su incompleta arquitectura institucional en la era de la globalización. El Euro fue diseñado para una construcción eminentemente interior y desde entonces no se ha adaptado a los cambios externos que se han sucedido. Como hemos repetido anteriormente es necesario iniciar una nueva etapa —una fase externa donde la organización interna europea sea parte de un plan más amplio donde la acción exterior incluya el campo económico y social—, para que la UE lidere un movimiento en pos de un nuevo consenso que ponga en marcha un Estado de Bienestar global.

En este contexto, ¿qué papel puede jugar el Euro?

3. El Euro y los Aspectos de Acción Exterior

Otro hecho fundamental en estos diez años ha sido el incremento en la utilización del Euro, como moneda de reserva. En la actualidad, aproximadamente un 26% de las reservas de divisas de los bancos centrales están nominadas en Euros, frente al 18% de 1998¹⁷. Desde la perspectiva de las políticas, el BCE tiene una orientación neutral respecto al uso internacional de su moneda. No persigue como objetivo de sus políticas, la internacionalización del euro ni tampoco estimula ni desalienta su utilización como moneda

¹⁷ Boletín mensual del BCE sobre el 10.º aniversario del Euro: <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/10thanniversaryoftheecmb200806es.pdf?2fe40ee8a5ddb61348165810a1bab31c>. Página 102.

de reserva pero el incremento en su uso como divisa de reserva ha representado «un plus de credibilidad» para la Eurozona.

La creación de la moneda única también ha tenido una serie de repercusiones a nivel de la Acción Exterior de la UE que refuerzan la tesis del presente trabajo de cómo la inexistencia de objetivos en la Eurozona que posibiliten la acción en el área social y una débil arquitectura institucional en su acción exterior en el área económico- financiera, demuestran las carencias y déficit de la UE para hacer frente a los desafíos de la globalización.

Veamos los efectos y repercusiones del Euro en el área de acción exterior.

3.1. *La «Moneda Única» y su efecto federalizante*

El primer elemento que la introducción de una moneda única ha provocado en la acción exterior es el denominado **efecto federalizante**, ya que el Euro ha obligado a la mayoría de los europeos a mirarnos como un bloque y a que el mundo nos perciba así. La existencia de una moneda común ha actuado como una fuerza aglutinadora, desarrollando un sentimiento de pertenencia y se ha configurado como una destacada fuerza centrípeta del proceso dinámico de construcción europea.

Ahora bien, el lanzamiento del Euro tampoco ha provocado el paso a una Europa federal que muchos señalaron como inevitable¹⁸, donde la moneda única sería la primera expresión de un modelo federal para la UE. Pero diez años después, la realidad no lo ha probado todavía y la UE con o sin Euro no ha evolucionado mucho más hacia formas federales, como muchos anhelaban.

No obstante, nunca hay que dejar de señalar que con todos sus peros, la configuración del Banco Central Europeo (arts. 105-115 TCE) es de las pocas instituciones de carácter auténticamente federal que existen a nivel UE (en el Comité Ejecutivo no hay un miembro por cada EEMM vs. estructura de la Comisión o del TJCE). Esto es debido en gran medida a que el modelo del BCE se ha inspirado claramente en el modelo del *Bundesbank* alemán, deudor a ultranza del principio de plena autonomía de los bancos centrales.

En definitiva, la desaparición de las monedas nacionales de los Estados miembros de la Eurozona y su sustitución por el *euro* probablemente ha contribuido más a la percepción federal de los ciudadanos europeos que todos los elementos, institucionales, competenciales y jurídicos existentes.

¹⁸ DE GRAUWE, P. *The Economics of Monetary Union*, Oxford University Press. 2007. Seventh Edition. TSOUKALIS, L. *The new European economy: the politics and economics of integration*, Oxford University Press, 1991.

Y sin duda en el futuro continuará actuando como una relevante fuerza federalizadora.

3.2. *Problemas de representación exterior de la zona Euro*

El diseño de la Moneda Única estuvo conformado por las ideas importantes en la época basadas en la predominancia del mercado sobre la política. La arquitectura del Euro reposa sobre los tres elementos ya mencionados: una Política Monetaria competencia exclusiva de la UE, ejercida por el Banco Central Europeo, con una moneda común en ciertos Estados miembros; el mantenimiento de la política económica bajo la responsabilidad de los Estados miembros, dentro del cumplimiento de ciertas normas comunitarias, en particular el Pacto de Estabilidad y Crecimiento y las normas del mercado interior y un tercer elemento, que es, el reconocimiento de que la política económica es una «preocupación común», que requiere cierta coordinación por parte del Consejo a través de las llamadas «Grandes Orientaciones de la Política Económica» (GOPE), pero cuyos resultados prácticos no han sido muy exitosos. Por otro lado, las decisiones sobre fiscalidad mantienen el derecho de veto y se sigue requiriendo la unanimidad.

Tradicionalmente las carencias de este diseño se han centrado en señalar la inexistencia de un gobierno económico a nivel europeo, que contrabalancara desde el punto de vista social, las consecuencias del Mercado Único y del Euro¹⁹. Se ha aducido que el policy mix económico europeo no era el adecuado y que adolecía de una falta de concertación entre las autoridades presupuestarias nacionales y la autoridad monetaria europea, el BCE.

A estas carencias otros autores han defendido que el proceso de integración europea siempre ha tenido un cariz eminentemente económico, aunque con un claro objetivo final político. Por ello, era natural que durante muchas fases de este proceso, los aspectos económicos hayan ocupado una posición central y hubieran tenido un mayor desarrollo que otros.

Pese a las esperanzas depositadas en él, el malogrado proyecto de Constitución europea²⁰ no consiguió poner en pie de igualdad los aspectos políticos junto a los económicos, y esta situación ha permanecido inalterada en el

¹⁹ LÓPEZ PINA, A. *The Government of Europe - Institutional design for the European Union*, en Ingolf PERNICE/José María BENEYTO PÉREZ (eds.): *The Government of Europe - Institutional Design for the European Union*. Nomos. 2003.

²⁰ Tratado por el que se establece una Constitución para Europa. *Diario Oficial de la Unión Europea*: 2004/C 310/01. <http://eur-lex.europa.eu/JOHtml.do?uri=OJ:C:2004:310:SOM:ES:HTML>

Tratado de Lisboa. Así pues en materia de política económica y monetaria, pese al largo proceso de reforma constitucional iniciado desde el año 2001 en Laeken²¹, no se han conseguido grandes cambios, y previsiblemente todo esto no va a cambiar en las próximas décadas.

En cualquier caso, los problemas de diseño institucional han tenido consecuencias a nivel internacional y están provocando, como veremos, una pérdida de peso de la UE a nivel global.

Los primeros problemas sobre las carencias institucionales de la zona Euro han provenido de la dificultad en la designación de la figura institucional que debe encarnar la representación a nivel internacional y las posibilidades de desarrollar posiciones comunes. O dicho de otra manera, designar ¿quién es Mr. Euro?

Así, actualmente hay una multiplicidad de figuras que representan al Euro. Se podría hablar de al menos tres: el Presidente del Banco Central Europeo, el Presidente del Eurogrupo, y el Presidente de turno del Ecofin.

De esta manera encontramos por un lado al Presidente del BCE, en la actualidad el Sr. Trichet y que según el artículo 13 de los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del BCE «*el presidente, presidirá el Consejo de Gobierno y el Comité Ejecutivo del BCE*».

Por otro, está el Consejo de Asuntos Económicos y Financieros, denominado Ecofin y que está compuesto por los Ministros de Economía y Hacienda de los Estados miembros, así como por los Ministros de Presupuesto, cuando se debaten cuestiones presupuestarias. Se reúne una vez al mes y a su frente está el Ministro de Economía de la presidencia rotante del Consejo.

El Consejo Ecofin abarca la política de la UE en una serie de ámbitos, que incluyen la coordinación de las políticas económicas, la vigilancia presupuestaria, la supervisión de las políticas presupuestarias y las finanzas públicas de los Estados miembros, el Euro (en sus aspectos jurídicos), los mercados financieros y los movimientos de capital y las relaciones económicas con terceros países.

Y en tercer lugar, el llamado Eurogrupo, donde se integran los ministros de Economía y Finanzas de la zona Euro que se reúne normalmente la víspera de la reunión del Consejo Ecofin y aborda las cuestiones relativas a la Unión Económica y Monetaria (UEM).

El Eurogrupo es un organismo informal y no una formación del Consejo, y aunque por el Tratado de Lisboa se reconoce jurídicamente su existencia, seguirá sin ser una institución comunitaria.

²¹ Declaración de Laeken: http://www.consilium.europa.eu/ueDocs/cms_Data/docs/pressData/es/ec/68832.pdf.

El Tratado de Lisboa acoge este reconocimiento al Eurogrupo²², por la necesidad de establecer un diálogo reforzado entre los Estados de la moneda única y crear para ello una coordinación cada vez más estrecha de las políticas económicas de la zona Euro. En una Europa ampliada, los países que tienen el Euro como moneda, pasaban a ser minoría en el seno del Ecofin, con lo que era evidente la necesidad de articular algún mecanismo de representación, a la vez que reconocer una realidad que, de una manera u otra, se venía dando en la práctica desde la llegada de la moneda única en 1999. Además el Tratado de Lisboa amplía las decisiones que pueden ser tomadas por los miembros del Eurogrupo, como por ejemplo, la adopción de orientaciones de política económica para estos países de la zona euro o la puesta en pie de recomendaciones y medidas específicas en materia de coordinación y vigilancia de su disciplina presupuestaria. Desde su creación el Eurogrupo ha ido aumentando su peso e influencia, y la mayoría de las decisiones relevantes se tratan primero por el Eurogrupo, siendo sancionadas posteriormente por el Ecofin.

En una decisión con una gran relevancia y a la que se pretendió dar una cierta significación política, en enero de 2005 se eligió un Presidente estable a la cabeza de este Eurogrupo en la persona del luxemburgués Sr. Juncker. El Tratado de Lisboa ahora estipula su elección por mayoría por un periodo de dos años y medio. Con ello se pretende dar un rostro político a la Eurozona y una visibilidad que hasta ahora no tenía. Por último, los avances de Lisboa permiten también que pueda haber una representación externa de la zona Euro. El Eurogrupo podrá establecer decisiones comunes relativas a «cuestiones que revistan especial interés para la UEM en las instituciones y conferencias internacionales pertinentes».

Con ello a la hora de que la zona Euro desarrolle una dimensión exterior nos encontramos con tres posibles figuras institucionales, y la consecuente confusión que se deriva de esto, todo ello sin contar con la Comisión Europea, a través de su Presidente o del Comisario de Asuntos Económicos y Financieros.

Esta multiplicidad de figuras ha provocado un solapamiento institucional que ha ido en contra de la acción exterior de la UE en general, restándole poder y visibilidad internacional, cuyo mejor reflejo son reuniones internacionales donde Europa nunca aparece unida... y representada por muchos. El mal diseño institucional, tiene consecuencias a nivel internacional para Europa ya que le está ocasionando una clara pérdida de peso.

²² Protocolo sobre el Eurogrupo, DOCE C 306/153. <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2007:306:0153:0153:ES:PDF>.

Pero a esta multiplicidad de figuras ya existente, hay que añadir nuevos desarrollos. En particular, la reunión del domingo 12 de octubre de 2008 donde la Eurozona se reunió por primera vez pero a nivel de Jefes de Gobierno (+ el primer ministro británico Gordon Brown) convocada por el presidente de turno de la UE, Nicolas Sarkozy, y donde se aprobó un plan de acción contra la crisis que posteriormente fue adoptado por los 27.

Esta reunión a nuestro juicio no solo profundiza más este panorama Presidente BCE/ Ecofin/Eurogrupo, sino que además ha instaurado una formación que seguramente veremos repetida en el futuro y que anticipa mayor confusión. El precedente de este órgano es claro y es el mismo Consejo Europeo (reunión de jefes de Estado y de Gobierno) que se creó de forma informal desde 1974, pero que no se hasta 1986 con el Acta Única Europea. Instituido por el comunicado final de la cumbre de París de diciembre de 1974, se reunió por primera vez en 1975 no se institucionalizó hasta 1986 con el Acta Única Europea que consagró jurídicamente su existencia y en 1992, el Tratado de la Unión Europea (Tratado de Maastricht) definió sus funciones.

En este punto y con la crisis económica y financiera como telón de fondo, quizás sea útil establecer una comparación con el proceso que se vivió en el ámbito PESC, ante la crisis derivada de la invasión de Iraq y la división de la UE, con el antecedente años antes de la crisis de los Balcanes. En aquel entonces, la división de los gobiernos europeos, coincidió en un momento temporal con la Convención sobre el futuro de Europa y las sucesivas fases en la negociación de la aquel entonces Constitución europea. En este marco, se abrieron paso la idea de un Presidente estable del Consejo y de un *Ministro de Asuntos Exteriores* europeo, miembro al mismo tiempo de la Comisión, se impuso bajo la fórmula de su *doble sombrero*, que luego ha consagrado el Tratado Constitucional, pese a los recortes en su denominación y en algunas funciones que a este segundo se le han realizado en el Tratado de Lisboa en comparación con el texto constitucional.

Nada de esta reflexión existe actualmente en la UE para el ámbito de la acción externa de la UE en el ámbito económico-monetario. Y no solo por falta de competencias ya que tampoco en Política Exterior la UE tiene muchas más, en comparación con la política Monetaria y desde luego con la política económica. Quizás sea necesaria la crisis actual, como en cierto modo fue necesario el shock de la división ante la guerra de Iraq, para que la UE alcance la necesidad de actuar unida en este ámbito.

En cualquier caso, la multiplicidad de figuras y el solapamiento institucional que se ha observado entre las mismas, muestran la clara debilidad de la gobernanza institucional europea y la necesidad de articular una dimensión exterior más homogénea y que en cuyo caso no será muy distinta de las que propiciaron en su momento que el puesto de Mr. PESC fuera fusionado con el de Comisario de Asuntos Exteriores.

3.3. *La ampliación de la zona euro*

Todos estas carencias que hemos venido señalando, no van a verse sino aumentadas por las futuras ampliaciones de la zona Euro.

El Euro, forma parte de la vida cotidiana de casi 330 millones de personas en 16 países de la Unión. De los once países iniciales se ha pasado a 16, desde el 1 de enero de 2009, con la incorporación de Eslovaquia. Anteriormente, se había incorporado Grecia, el 1 de enero de 2001, Eslovenia el 1 de enero de 2007, y Chipre y Malta, el 1 de enero de 2008.

Así pues, en la actualidad hay 11 países de la UE que todavía no han adoptado el Euro, pero entre ellos existen importantes diferencias en el estatus jurídico ya que Dinamarca y el Reino Unido, disfrutan de un estatus especial basado en una «cláusula de exclusión voluntaria», según la cual su incorporación a la zona Euro únicamente se evaluará si así lo solicitan estos países.

Los nueve países restantes (Bulgaria, la República Checa, Estonia, Letonia, Lituania, Hungría, Polonia, Rumanía y Suecia) son Estados miembros de la UE acogidos a una excepción, lo que significa que se han comprometido a adoptar el Euro en el futuro. Sin embargo, las fechas concretas y la senda óptima que debe seguir el proceso convergencia para la adopción del euro tendrán que considerarse país por país.

Con la actual crisis económica y en medio de las grandes turbulencias financieras, las ventajas financieras de pertenecer a una moneda fuerte se han hecho más patentes. La crisis financiera, como en otros muchos aspectos de la realidad económica, ha cambiado radicalmente la opinión sobre la deseabilidad de la moneda única. Aunque los beneficios y los costes de compartir la divisa, y en concreto el Euro, han sido motivo de discusión académica, política y ciudadana, en un contexto de fuerte crisis, uno de los beneficios tradicionales del Euro, la protección frente a movimientos del tipo de cambio no deseados, parece escasamente discutible.

Todo esto ha provocado que para los países del Centro y Este de Europa que todavía no lo habían adoptado y se mostraban algo remisos a la hora de fijar un calendario de adopción, cuando no reticentes, la entrada hoy en la moneda única se ha convertido en un objetivo prioritario. En uno de los últimos Eurobarómetro²³, cerca de la mitad de la población de Eslovaquia, Lituania, Letonia, República Checa, Estonia, Polonia, Hungría, Bulgaria y Rumanía afirmaba que uno de los beneficios de la moneda única para su país sería protegerlo contra los efectos de las crisis internacionales.

²³ Eurobarómetro numero 70. diciembre 2008. http://ec.europa.eu/public_opinion/archives/eb/eb70/eb70_en.htm

Incluso en los últimos tiempos, Dinamarca y Suecia se han replanteado su decisión de mantenerse fuera del Euro e incluso ha habido algunas voces sugiriendo la entrada del Reino Unido²⁴.

En cualquier caso, la ampliación de la zona Euro impondrá a corto-medio plazo una revisión de la estructura institucional de la misma, de la misma manera que las sucesivas ampliaciones han provocado la revisión de la arquitectura institucional general.

4. La nueva dimensión externa de la UE - Razón *ad extra* del proceso de integración

En la era de la globalización la interdependencia entre Estados, sociedades y espacios económicos está más que nunca entrelazada y nos hace mutuamente interdependientes. La UE se enfrenta a la globalización desde el mercado único y el Euro, en nuestra opinión, es una buena situación de partida.

Los problemas señalados en los apartados anteriores en torno a los aspectos sociales y exteriores del Euro muestran como la UE debe no sólo adaptar su dimensión social y externa a la nueva realidad que tiene hoy el mundo, sino influir decisivamente en ella.

La UE está atada política y emocionalmente a las relaciones derivadas de las consecuencias de la II Guerra Mundial (garantizar paz entre naciones europeas) y la post-guerra fría (el triunfo de los modelos de capitalismo neoliberales) para hacer frente a la globalización. Hasta ahora, el discurso principal en la UE para hacer frente a la globalización ha sido «adaptación». Pero como hemos venido sosteniendo a lo largo del presente trabajo, solamente con la consolidación del Mercado Único y la «reformulación» de nuestros Sistemas del Bienestar según los conceptos liberales preponderantes, la UE no va a conseguir tener *la voz fuerte en la globalización* que se necesita²⁵. Así hasta ahora, la UE ha mantenido una **razón de ser *ad intra*** volcada en su proceso de integración y ampliación, con una moneda común y donde se trataba de fortalecer la integración bajo el principio de «más Europa».

Sin embargo esto, ya no es suficiente. Pese a sus indudables éxitos de estos últimos 50 años, la UE no puede definirse más en términos única-

²⁴ Se puede citar entre otros, al líder del partido liberal N. Clegg (http://news.bbc.co.uk/2/hi/uk_news/politics/7841897.stm) o el artículo publicado por el eurodiputado DUFF, A. en *Financial Times*: «Why Britain needs the Euro?» el pasado 26 marzo de 2009 (<http://www.ft.com/cms/s/0/aa181ad4-19e1-11de-9f91-0000779fd2ac.html>).

²⁵ European Commission Communication: «The European interest: Succeeding in the age of globalisation», COM (2007) 581. 3 October 2007.

mente de dinámica interna para responder a los desafíos de la globalización. La lucha contra la pobreza, la proliferación nuclear, los desequilibrios en los mercados financieros, los riesgos del cambio climático, etc son desafíos globales que diluyen cada vez más la eficacia y legitimidad de los Estados-nación, y en particular de los europeos cuyos modelos del bienestar están siendo puestos en cuestión. Hoy, ante el contexto internacional abierto con el cambio de gobierno en EEUU, Europa debe buscar su papel en este mundo transformado.

Por lo tanto, la UE necesita iniciar una nueva etapa: una fase externa donde la organización interna europea sea parte de un plan más amplio en el que la acción exterior incluya el campo económico y social, para poner en movimiento un Estado del Bienestar global. Si la década de los ochenta del pasado siglo fue la de la construcción del mercado interior, en los noventa se creó la moneda común y el inicio del siglo XXI ha visto la gran ampliación al Centro y Este de Europa, el próximo desafío se refiere al papel que jugará Europa en el mundo y el gran reto de hacer gobernable la globalización. Así la UE debe contribuir a una gestión alternativa de la Globalización, según su modelo de sociedad, frente a la gestión que de ésta ofrecen los modelos alternativos, como EEUU, China, o los países musulmanes.

Asimismo, esta nueva dimensión de la UE actuaría como la **razón de ser *ad extra*** para el proceso de integración europeo, consolidando los objetivos originales, y dotando de capacidad a los Estados miembros para ejercer influencia a nivel global. Sería la nueva *raison d'être* de la UE en el siglo XXI.

Europa con su concepción más equitativa de la sociedad, sus altos estándares medioambientales y sus posicionamientos claros en relación a temas como la pena de muerte o el necesario mantenimiento del equilibrio entre seguridad y libertad, podría encabezar una alternativa a la globalización basada en el Consenso de Washington. Su aspiración principal sería la creación de un modelo de bienestar global, no como una excusa para «proteger» el mercado europeo sino para lograr una globalización más integradora.

La Unión Europea, como mayor bloque comercial y mayor donante de ayuda al desarrollo del mundo, está en una posición envidiable para impulsar un sistema multilateral incluyente que tenga como objetivo principal la promoción de la democracia y el bienestar. Además, tal y como han señalado algunos autores²⁶, la UE es una construcción que al estar basada en la

²⁶ LAIDI, Z. *La norme sans la force, l'énigme de la puissance européenne*. Ed. Presses de Sciences-Po, Paris, 2005. LEONARD, M. *Why Europe will run the 21st century*. Harper Collins publishers, London, 2005. SAPIR, A. *et al.*, *Fragmented Power: Europe and the Global Economy*, Ed. Bruegel, Bruselas, 2007.

búsqueda permanente del consenso y la elaboración de acuerdos, leyes y normas, está mejor preparada que otras unidades regionales para actuar en este escenario global. La UE tiene una larga experiencia en la cesión de soberanía, tiende a ver la gobernanza global como una extensión natural del proyecto europeo y es un laboratorio de lo que podría ser un futuro mundo global.

Sin embargo, hasta ahora el resultado no ha sido muy positivo y no estamos aprovechando nuestra experiencia para impulsar esa globalización más integradora y justa. Para desempeñar un papel mucho más activo a nivel internacional deberíamos primero culminar algunos objetivos que se nos resisten a nivel interno. Carecemos aún de una política exterior común, avanzamos lentamente hacia la culminación del mercado único y seguimos sin hacer el necesario esfuerzo de inversión en I+D que consolide un modelo económico competitivo compatible con un sistema de protección social que ha sido el elemento diferenciador de Europa. La evidencia sugiere que solo cuando la UE ha sabido actuar y articular una voz común, ha tenido un papel fuerte en la globalización, como lo prueba la Política Comercial Común; la Política Agrícola Común; algunos aspectos de la dimensión internacional del Mercado Único (Política de la competencia) o la política de Cooperación al Desarrollo, donde es un líder global, aunque esta última sea una capacidad compartida con los EEMM.

Ahora bien, el desafío externo es algo absolutamente diferente de la construcción interna en torno a un Mercado interior, que es el vector que ha encabezado la construcción europea actual. Obedece una lógica diferente y por tanto requiere instrumentos distintos, pero en todo caso siempre necesitará que ambas dimensiones, interna y externa sigan estrechamente relacionadas.

Además esa nueva dimensión externa que se le añadiría al proyecto europeo, no debe equivaler y entenderse exclusivamente en el sentido usual geoestratégico del término relacionándose únicamente con la política exterior, sino incluir otros campos tales como la gobernanza económico-social y los binomios energía y medioambiente, e inmigración y cooperación al desarrollo.

A este respecto es imprescindible que la UE actúe con mucha más intensidad en la perspectiva de fijar unos «mínimos estándares sociales globales» y luche por la extensión en todo el mundo de la «agenda decente del trabajo» de la OIT. La perspectiva de mantener el modelo económico y social europeos en sus diferentes acepciones, será difícil de alcanzar si la liberalización comercial es únicamente una cuestión de ampliar el tamaño del mercado, dejando a un lado los aspectos sociales y de armonización de las condiciones laborales. Por lo tanto, uno de los pilares de la dimensión externa debe ser el énfasis en la cohesión social a nivel global.

Esto no implica soluciones proteccionistas que hagan que la UE se encierre en sí misma frente a los desafíos globales, sino una integración significativa por otros medios. La integración comercial global puede ser un requisito previo fundamental, pero siempre que vaya acompañada además de crecimiento económico, de una distribución de la riqueza y una lucha contra la desigualdad y el deterioro de las condiciones de trabajo.

La crisis económica actual podría constituir un shock externo que podría llevar a la UE a alcanzar un consenso sobre la necesidad de tener «una voz única europea», similar al que emergió después de la división ante el conflicto en la ex-Yugoslavia anterior y frente a la invasión de Iraq.

El Euro deberá configurarse como el eje alrededor del cual la UE desarrolle esa acción exterior que de manera particular deberá incluir un mecanismo de representación único en el campo económico e incorporar las cuestiones sociales en pie de igualdad, si la UE quiere seguir conservando su modelo social. En línea con lo expresado por muchos autores²⁷, alrededor del Euro se deberían agrupar aquellos Estados que quieren llevar a cabo una estrategia política y económica más coherente.

Así de la misma manera que el Euro ha contribuido de manera significativa a dar una visibilidad y una realidad tangible al viejo sueño federalizador de los padres fundadores, el Euro debe un instrumento complementario y necesario para enfrentar los desafíos y retos de la globalización.

La consecución del Euro marcó el punto de inflexión del proceso de integración europea a través de la economía. Como hemos venido insistiendo, una política monetaria confiada a un BCE independiente sin una política presupuestaria común y con un presupuesto comunitario mínimo, ya no basta para gobernar la economía europea en la era de la globalización. El Euro y la política monetaria común deberán acompañarse de una visión exterior, así como de una política presupuestaria y económica a nivel comunitario, para que Europa deje de apoyarse sobre el único pie monetario.

Con una acción exterior de la moneda única, las posibilidades de influir en las instituciones financieras y económicas mundiales aumentan así como las posibilidades de que los objetivos sociales europeos sean incorporados en la agenda mundial.

La integración económica necesita de un espacio político a su misma escala que se proyecte hacia el exterior. Sólo así Europa podrá preservar su modelo social y evitar verse reducido a un gran mercado abierto a una globalización incontrolada.

²⁷ VERHOFSTADT, G. *Les Etats-Unis d'Europe*. Ed Luc Pire. Bruselas, 2006.

Conclusiones

La primera gran crisis de la globalización deja claro el limitado papel global de la UE.

Europa no es suficientemente eficaz para aplicar su modelo socio-económico en un mundo cada vez más abierto, competitivo, desigual y laboralmente informal. De ahí que nuestra única opción sea adaptarnos a la realidad global e insistir en la lógica del «crear mercado» y no «corregirle». Como afirma Zielonka²⁸ «más allá del desarrollo económico, el empeño en promover agendas en aspectos como normas ambientales, estándares laborales y políticas sociales a nivel global no es en absoluto una opción para la UE. La única opción realista es convertirse en un actor económico sin pretensiones de exportar nuestro modelo social».

Las potencialidades de la moneda única están seriamente limitadas por una arquitectura pensada con una visión interna que diez años después no deja de mostrar sus carencias, como los problemas de representación exterior o la inadecuación de esta arquitectura ante las progresivas ampliaciones del Euro.

Estos problemas en torno a los aspectos sociales y exteriores del Euro muestran como la UE debe adaptar y reorientar su acción a través de una fase externa donde el proceso de integración europea sea parte de un plan más amplio en pos de un Estado del Bienestar global. Esta nueva dimensión de la UE actuaría como la razón de ser *ad extra* para el proceso de integración europeo, consolidando los objetivos originales, y dotando de capacidad a los Estados miembros para ejercer influencia a nivel global.

Sería la nueva *raison d'être* de la UE en el s. XXI y el Euro el eje alrededor del cual se configure esa acción exterior.

²⁸ ZIELONKA (2008:483) «Europe as a global actor: empire by example? *Jornal of International Affairs* Vol. 24; pp. 456-498.

Expectativas de inflación y credibilidad de la política monetaria: los diez primeros años del Banco Central Europeo

Juan A. García¹

Sumario: 1. Introducción.—2. El papel de las expectativas de inflación en la estrategia de política monetaria del Banco Central Europeo.—3. Indicadores de expectativas de inflación a largo plazo para la zona del euro.—4. Expectativas de inflación a largo plazo y credibilidad del Banco Central Europeo en sus diez primeros años.—5. Conclusiones.

Resumen: Las expectativas de inflación a largo plazo son un indicador fundamental para la política monetaria. Este artículo describe los principales indicadores de expectativas de inflación disponibles para la zona del euro, tanto procedentes de encuestas como extraídos de instrumentos financieros, e interpreta sus movimientos a lo largo de los primeros diez años de existencia del BCE. La evidencia disponible sugiere que el grado de credibilidad alcanzado por la política monetaria única en la zona del euro en este corto periodo de tiempo es muy considerable y un activo crucial de cara al futuro.

Palabras clave: expectativas de inflación, Encuesta de Predicciones Macroeconómicas del BCE, *break-even inflation rate* (BEIR), credibilidad.

Abstract: *Long-term inflation expectations are a crucial indicator for monetary policy. This paper describes the most important indicators of inflation expectations available in the euro area, both from surveys and extracted from financial instruments, and interprets their developments along the first ten years of the ECB. Available evidence suggests that the euro area monetary policy has reached a significant degree of credibility in this short period of time.*

Keywords: *inflation expectations, ECB's Survey of Professional Forecasters, break-even inflation rate (BEIR), credibility.*

¹ Agradezco los comentarios de mis coautores y compañeros de trabajo en el BCE en los proyectos de investigación desarrollados en los últimos años y que forman parte del material presentado en este artículo, especialmente a Andrés Manzanares y Thomas Werner, así como la paciencia y continua motivación del editor de esta revista Francisco Rodríguez, y la ayuda de Renate Dreiskena y Ieva Rubene con los gráficos y datos. Las opiniones y juicios realizados a lo largo de este artículo son responsabilidad exclusiva del autor y en ningún caso deben ser atribuidas al Banco Central Europeo.

1. Introducción

La teoría económica moderna se basa en el hecho de que las decisiones económicas están determinadas, en gran medida, por las expectativas de los agentes. En concreto, las expectativas de inflación constituyen un elemento fundamental de la teoría macroeconómica contemporánea y desempeñan un papel clave en las prácticas de los bancos centrales y las decisiones de política monetaria. De hecho, la experiencia histórica sugiere que un sólido anclaje de las expectativas de inflación a largo plazo es un requisito indispensable para una correcta instrumentación de la política monetaria y un indicador crucial de la credibilidad de un banco central. Todas esas consideraciones son, si cabe, aún más importantes para un banco central relativamente joven como el Banco Central Europeo (BCE).

El seguimiento de las expectativas de inflación del sector privado ha jugado un papel fundamental en los primeros diez años de existencia del BCE, y la evidencia disponible sugiere que el grado de credibilidad alcanzado por la política monetaria única en la zona del euro en este corto periodo de tiempo es muy considerable, además de un activo crucial de cara al futuro. En este contexto, el propósito de este artículo es presentar en cierto detalle las principales características de los indicadores de expectativas de inflación disponibles para la zona del euro y describir su interpretación.

La sección 2 describe las principales razones por las que las expectativas macroeconómicas tienen una importancia crucial en la instrumentación de la política monetaria, y explica, en particular, el papel fundamental de las expectativas de inflación a largo plazo. La sección 3 presenta en detalle los principales indicadores disponibles para la zona del euro tanto procedentes de encuestas como de indicadores financieros, y resume el trabajo desarrollado en el BCE para su mejor interpretación con el fin de guiar las decisiones de política monetaria. Sobre la base del seguimiento de esos indicadores, la sección 4 presenta una evaluación del nivel de credibilidad alcanzado por el BCE durante sus primeros diez años de existencia. Finalmente, la sección 5 resume las principales conclusiones del artículo.

2. El papel de las expectativas de inflación en la estrategia de política monetaria del Banco Central Europeo

Los bancos centrales deben facilitar la formación de expectativas acerca de la evolución económica futura y realizar un seguimiento de las mismas de forma constante por dos motivos. En primer lugar, las medidas de política monetaria causan un efecto retardado en la economía y en la inflación, de modo que una política monetaria orientada hacia la estabilidad de pre-

cios debe formar expectativas sobre la evolución probable de la economía en el futuro y responder a los riesgos para la estabilidad de precios teniendo en cuenta dicha posible evolución futura.

La evidencia empírica disponible para la zona del euro es consistente con la amplia literatura sobre otros países y regímenes monetarios alternativos (tanto de modelos de series temporales como de modelos económicos estructurales o de vectores autorregresivos, VAR) que sugiere que los impulsos monetarios influyen en la actividad económica con un desfase de varios trimestres y, en consecuencia, afectan a la inflación con algo más de retraso². Por tanto, desde el punto de vista operativo, la instrumentación de la política monetaria exige una valoración exhaustiva de los riesgos para la estabilidad de precios en el horizonte relevante a efectos de dicha política.

En segundo lugar, los bancos centrales realizan un seguimiento de las expectativas del sector privado porque los cambios previstos en variables económicas (por ejemplo, precios y cantidades) pueden influir en el comportamiento económico presente a través de múltiples canales, desde demandas de aumentos salariales a subidas de precios de las empresas para compensar futuros incrementos esperados, pero también a través de canales más indirectos relacionados con efectos de variación en la riqueza financiera y no financiera sobre el consumo, los planes de inversión, etc.

La credibilidad de la autoridad monetaria a la hora de proporcionar estabilidad de precios a largo plazo es un factor fundamental para el proceso mediante el cual los agentes forman sus expectativas de la evolución futura de los precios y, por tanto, para el propio mecanismo de formación de precios. A este respecto, el anclaje de las expectativas de inflación a largo plazo parecer ser un indicador fundamental de la credibilidad de los bancos centrales e, indirectamente, de su éxito. Por consiguiente, los bancos centrales deben realizar un seguimiento constante de las percepciones del público en general acerca de su compromiso con el mantenimiento de la estabilidad de precios, lo que servirá

² Una visión panorámica de esta literatura se encuentra en CHRISTIANO, EICHENBAUM y EVANS (2000). Para la zona del euro en concreto, PEERSMAN y SMETS (2003) estiman que un incremento inesperado y transitorio del tipo de interés a corto plazo tiende a ir seguido de una caída temporal del producto al cabo de dos trimestres. El efecto sobre el producto registra un máximo transcurridos de tres a cinco trimestres y posteriormente retorna al punto de partida. Sin embargo, los precios responden con mucha más lentitud, y el impacto de los impulsos de la política monetaria sólo es significativo estadísticamente al cabo de dos años. En comparación con Estados Unidos, los precios de la zona del euro parecen responder con más lentitud, lo que muy probablemente se deba a un factor bien documentado, el menor grado de flexibilidad de los precios en la zona del euro, en comparación con Estados Unidos. Para la zona del euro, SMETS y WOUTERS (2005) apuntan hacia respuestas con forma de U invertida de la inflación y de la brecha de producto como consecuencia de una perturbación que afecta a la política monetaria, con efectos máximos acordes con los obtenidos en el modelo estructural VAR.

para aproximar la probabilidad de que realmente cumplan este objetivo. El resto de este artículo describe los indicadores disponibles en la zona del euro y su interpretación como indicadores de la credibilidad del BCE.

3. Indicadores de expectativas de inflación a largo plazo para la zona del euro

Existen diversas fuentes de información sobre las expectativas de inflación del sector privado. La manera más directa de medir las expectativas de inflación de los agentes económicos son las encuestas. Pero también pueden extraerse de los precios de activos financieros negociados en los mercados, los cuáles, por definición, incorporan las expectativas de inflación de los agentes financieros, puesto que los inversores racionales deben evaluar las alternativas basadas en el rendimiento real de los activos.

Ambas fuentes de información presentan ventajas e inconvenientes³, por lo que desde la perspectiva de un banco central es óptimo realizar un seguimiento detallado tanto de encuestas como de indicadores financieros para analizar cambios en las expectativas de inflación de los agentes privados. A continuación se presentan en cierto detalle los principales indicadores de cada uno de estos tipos de información en la zona del euro, particularmente sobre los indicadores a largo plazo con vistas a su utilización en la próxima sección para evaluar la credibilidad del BCE.

3.1. *Expectativas de inflación extraídas de encuestas: la encuesta de expectativas del Banco Central Europeo*

El BCE decidió lanzar una encuesta trimestral de expectativas macroeconómicas (inflación, crecimiento y desempleo) en 1999. La encuesta se conoce como la encuesta a expertos en previsión económica del BCE (*ECB's Survey of Professional Forecasters*, SPF, en inglés) para reflejar el hecho de que los participantes son en su totalidad expertos en previsión pertenecientes a instituciones financieras y no financieras de la Unión Europea. Una breve descripción de los resultados agregados basados en las respuestas individuales se publica trimestralmente en un recuadro en el boletín

³ En el caso de los indicadores financieros se requieren ciertas hipótesis para extraer la información, pero bajo esos supuestos, las expectativas pueden obtenerse prácticamente en tiempo real mientras los mercados están abiertos. Las encuestas por el contrario proporcionan medidas más directas de las expectativas, pero factores como el diseño de la encuesta y el panel de participantes son cruciales para su representatividad, además de que las encuestas sólo se realizan varias veces al año.

mensual del BCE y los resultados completos de la encuesta pueden encontrarse en la página web del BCE (<http://www.ecb.int/stats/spf>) (véase García, 2003, para una descripción más detallada de la encuesta).

Las principales ventajas de esta encuesta son un panel relativamente amplio de participantes, lo que hace que sea bastante representativa del estado general de las expectativas, y el hecho de que los participantes también faciliten su valoración de la probabilidad de que los resultados futuros estén contenidos en determinados intervalos. Otros indicadores basados en encuestas son de naturaleza más cualitativa. Por ejemplo, las opiniones de los consumidores sobre la evolución de la inflación en la zona del euro recabadas por la Comisión Europea ofrecen una indicación de las percepciones generales acerca de la inflación pasada y de la trayectoria esperada de la inflación en el futuro, y se refieren únicamente a la evolución a corto plazo. Como otras encuestas macroeconómicas de expertos, por ejemplo las de *Consensus Economics* o *Euro Zone Barometer*, la encuesta de perspectivas macroeconómicas del BCE recoge información sobre las predicciones puntuales de los participantes, cuya agregación (principalmente la media simple) permite obtener una predicción *de consenso* sobre el valor esperado de la variable, por ejemplo la tasa de inflación esperada a largo plazo (en concreto en cinco años). Esta tasa esperada, contrastada con el objetivo de inflación del banco central, proporciona una medida sencilla de credibilidad.

La disponibilidad de información adicional sobre la incertidumbre y riesgos asociados al escenario central que proporciona la encuesta del BCE es especialmente útil para la formulación de la política monetaria en general, y en concreto para el análisis de la credibilidad del banco central. Medidas estándar de incertidumbre (varianza o desviación estándar) y del balance de riesgos (coeficiente de asimetría) implícitos en las predicciones probabilísticas permiten obtener información cuantitativa sobre los riesgos percibidos para el mantenimiento de la estabilidad de precios en el largo plazo (véase García y Manzanares, 2007a,b para una descripción detallada de la metodología empleada en este artículo y una discusión de posibles alternativas). Estas medidas amplían considerablemente la información disponible para el seguimiento de la credibilidad del banco central y su utilización se describe en la sección 4.

3.2. *Expectativas de inflación basadas en indicadores financieros: tasas implícitas de inflación (break-even inflation rates)*

A lo largo de la historia, un gran número de economistas han propuesto el uso de bonos indicados a la inflación para medir el tipo de interés real y las expectativas de inflación de los agentes financieros (Campbell y Shiller, 1996,

proporciona un resumen de dichos argumentos). La presencia de estos bonos en el mercado amplía las posibilidades de descomposición de los tipos de interés nominales en el tipo de interés real esperado, la expectativa de inflación futura y la prima de riesgo. Esta sección describe cómo utilizar los bonos indicados para extraer esa información en la zona del euro.

La compensación por inflación estimada a partir de los bonos indicados en la UEM, comúnmente denominada *BEIR* por su terminología anglosajona (*break-even inflation rate*), se calcula como el diferencial de rendimiento entre un bono nominal y un bono indicado al IAPC (excluido el tabaco), con las mismas características en cuanto a emisor y plazo de vencimiento. Esta medida aproximaría la tasa de inflación hipotética para la cuál el rendimiento esperado de los dos tipos de bonos es equivalente.

El primer bono cuyo cupón está indicado a la inflación de la zona del euro fue emitido por el tesoro francés en octubre de 2001, con vencimiento en julio de 2012 (*OATei* 2012), tan sólo unos años después de la emisión de indicados al índice general de precios francés excluido el tabaco (*OATis*) en 1998. A pesar de que el índice de precios en el que se basa la definición cuantitativa de estabilidad de precios del Banco Central Europeo es el IAPC total, es decir incluido el tabaco, la elección del IAPC de la zona del euro excluido tabaco como referencia para el cálculo de la protección por inflación observada se debe al cumplimiento de la regulación francesa en materia de indicación, que prohíbe la inclusión del tabaco en el índice de referencia. El IAPC (excluido el tabaco) de la zona del euro se ha convertido desde entonces en el índice de referencia básico en el mercado de bonos indicados y productos relacionados/derivados, como por ejemplo los *swaps* y los futuros de inflación.

Grecia, Italia y Alemania hasta ahora son los países que han seguido a Francia en la emisión de deuda indicada a la inflación de la zona del euro⁴. Los bonos indicados de esos países comparten las características fundamentales de los bonos indicados franceses (indicación al IAPC excluido tabaco, protección en caso de deflación mediante garantía al vencimiento, y el mismo mecanismo de cálculo de los índices diarios de indicación)⁵. Sin-

⁴ Finlandia a principios de los 90s, Grecia en 1997, Austria en 2003 y Bélgica en 2004 también emitieron deuda indicada pero sólo de forma esporádica. Otros países de la UE como la República Checa y Hungría también lo hicieron en 1996-1997 y Polonia en 2004.

⁵ Las estadísticas oficiales de inflación se publican mensualmente y con un cierto retraso en el tiempo. Como es necesario conocerlas para ajustar el pago de los cupones de los bonos indicados, la compensación se fija sobre la base de la inflación observada hasta tres meses antes del pago correspondiente. Los valores diarios del nivel de precios para valorar en tiempo real los bonos indicados siguen unas reglas oficiales de interpolación entre los valores mensuales. Dichas reglas y otras características fundamentales de los bonos franceses indicados a la inflación de la zona del euro (*OATeis*) se pueden encontrar en http://www.aft.gouv.fr/article_774.html?rech=1

embargo, los bonos italianos y griegos no cuentan con la misma calificación crediticia que los franceses y alemanes. Además, la frecuencia de pago de los cupones de los bonos indicados italianos es semestral, en lugar de anual como para el resto de bonos⁶. El incremento en el número de emisores y bonos emitidos ha contribuido decisivamente a mejorar la liquidez en el mercado, como se refleja en el mayor volumen de negocio de los últimos años.

Los *BEIRs* presentan dos principales ventajas como fuente de información sobre expectativas de inflación. En primer lugar, están disponibles con gran frecuencia, pues los bonos indicados se negocian de forma continua en el mercado. En segundo lugar, como tanto los bonos nominales y los indicados son emitidos con diferentes plazos de vencimiento, en principio permiten el cálculo de expectativas de inflación con diferentes horizontes temporales, lo cual es fundamental tanto para bancos centrales como para inversores privados.

Sin embargo, es necesaria cierta precaución en la interpretación de estos indicadores como medidas de expectativas de inflación. Como se ha mencionado anteriormente, la práctica habitual de cálculo de los *BEIRs* es el diferencial de rendimiento entre un bono convencional, «*i*», y un bono indicado, «*r*», con el mismo plazo de vencimiento «*M*»⁷. Formalmente $BEIR_{t,M} = i_{t,M} - r_{t,M}$. Esa expresión matemática es una aproximación lineal a la ecuación de Fisher, que relaciona los rendimientos (de cupón cero) nominales y reales esperados (respectivamente *i*, *r*) con la tasa de inflación promedio « π » durante el periodo de vida restante de los bonos empleados en el cálculo.

Dicho cálculo sin embargo ignora la presencia de la prima de riesgo. Si los inversores fueran neutrales al riesgo y demandaran el mismo retorno esperado para los dos tipos de bonos, la compensación por la inflación futura sería (aproximadamente) igual al promedio de inflación esperada hasta el vencimiento de los bonos⁸. Sin embargo, los inversores son por lo general

⁶ Información detallada sobre el Mercado de Deuda Indiciada de la zona del euro puede encontrarse en el informe de la *Euro Debt Market Association* (AMTE, 2005). GARCÍA y VAN RIXTEL (2007) presentan una descripción detallada pero accesible sobre la interpretación de la información del mercado de bonos indicados.

⁷ Incluso con un vencimiento similar y del mismo emisor, los bonos nominales y los indicados tienen flujos de renta muy diferentes (formalmente *duraciones* de Macaulay diferentes). SACK (2000) y ALONSO *et al.* (2001) estiman que los efectos de dichas diferencias en el cálculo de los *BEIRs* son relativamente pequeñas.

⁸ Incluso ignorando la prima de riesgo, debe tenerse en cuenta que el diferencial de rendimientos es una aproximación lineal de la ecuación de Fisher basada en tasas nominales, y que difiere del cálculo basado en tasas de rendimiento anual equivalente en unos pocos puntos básicos. Por ejemplo, con un tipo nominal del 4% y uno real del 2% la ecuación de Fisher indicaría un *BEIR* de 1.96% en lugar de 2% del diferencial simple.

aversos al riesgo. Como la inflación futura depreciará los pagos recibidos de un bono nominal pero no los de un bono indiciado, es lógico pensar que, en los bonos nominales, los inversores demanden una compensación adicional que refleje la incertidumbre asociada a la inflación esperada. Por lo tanto, la compensación total por inflación exigida por los inversores reflejará no sólo el promedio de la tasa de inflación esperada sino también una compensación adicional en forma de prima de riesgo por la incertidumbre asociada a esa inflación futura.

Un segundo problema surge del hecho de que la liquidez de los bonos indiciados, aunque significativamente mayor que hace unos años, es probable que sea inferior a la de los bonos convencionales. La presencia de una prima por liquidez en los rendimientos de los bonos indiciados implica un sesgo a la baja en los *BEIRs*.

En tercer lugar, como se ha mencionado anteriormente, el índice de precios de referencia utilizado en la zona del euro para todos los bonos indiciados emitidos hasta la actualidad es el IAPC excluyendo tabaco, cuya tasa de crecimiento en los últimos años ha sido ligeramente inferior a la del IAPC total, y por lo tanto los *BEIRs* están ligeramente sesgados a la baja en relación a la inflación medida en base al IAPC total. Discrepancias en la inflación de la que protegen los bonos emitidos y aquella que afecta a los agentes económicos o sobre la que los bancos centrales desean información, no son exclusivos de la zona del euro: en el mercado estadounidense, por ejemplo, también se ha argumentado que mientras los TIPS están indiciados al IPC total, la toma de decisiones de política monetaria requiere preferiblemente indicadores basados en medidas de inflación subyacente (véase Bernanke, 2004).

Finalmente, los movimientos en estos indicadores pueden verse ocasionalmente influidos por factores técnicos o institucionales, tales como distorsiones impositivas o cambios de regulación que afecten a la demanda de los bonos indiciados y reduzcan el contenido informativo de los *BEIRs* sobre las expectativas de inflación en los mercados. Este tipo de distorsiones son a menudo difíciles de identificar y aún más de cuantificar, pero una comparación de los movimientos en otros mercados similares puede ser útil para la detección de distorsiones puntuales (véase por ejemplo, Scholtes, 2002 para el Reino Unido).

En resumen, la interpretación de los *BEIRs* requiere tener en cuenta una serie de consideraciones. En primer lugar, los diferenciales de rendimiento entre bonos nominales y bonos indiciados deben interpretarse como una medida de la compensación total por inflación demandada en los mercados, y no como una «simple» tasa de inflación que iguale el rendimiento de los activos (*to break even*). Esa compensación por inflación proporciona información sobre el nivel de inflación esperado y también sobre el nivel de

riesgo asociado a ese nivel de inflación (en forma de prima de riesgo). Es por lo tanto más apropiado considerar los *BEIRs* como indicadores de expectativas de inflación en un sentido amplio en lugar de una simple tasa de inflación esperada.

En la práctica, cambios en los *BEIRs* a lo largo del tiempo pueden reflejar cambios en el nivel de inflación esperada, cambios en los riesgos de inflación percibidos por los agentes económicos, o bien una combinación de ambos. Desde el punto de vista de un banco central, los dos componentes son relevantes: el compromiso creíble de mantener la estabilidad de precios debe anclar la tasa esperada de inflación en valores consistentes con el objetivo de política monetaria, mientras que, al mismo tiempo, el grado de incertidumbre asociado a la inflación esperada a largo plazo proporciona una medida de la firmeza de dicho anclaje. Por lo tanto, cambios en la compensación por inflación requerida por los inversores en el mercado de bonos medidos por los *BEIRs* permiten a los bancos centrales, y agentes económicos en general, obtener una información sobre expectativas de inflación y los riesgos que llevan asociados que es difícil de obtener por cualquier otro medio.

La descomposición de los *BEIRs* en expectativas de inflación y prima de riesgo asociada requiere de un modelo de la estructura temporal de tipos nominales. Dada la complejidad de la formulación y estimación de dichos modelos, las investigaciones recientes suelen incorporar los rendimientos de los bonos indicados como información adicional. Para la zona del euro, dichas estimaciones son aún escasas, pero la evidencia disponible sugiere que, a largo plazo, las expectativas de inflación son el principal componente del nivel de los *BEIRs*. Aunque la prima de riesgo a largo plazo en la zona del euro es relativamente reducida, en promedio del orden de 25 puntos básicos, su variación es, sin embargo, el factor determinante para explicar los cambios en los *BEIRs* (véase García y Werner, 2009)⁹.

La mayor ventaja de los *BEIRs* como indicadores de expectativas de inflación es su inmediata disponibilidad, lo que permite detectar cambios en las expectativas de inflación a largo plazo tan pronto como tengan lugar (véase Gráfico 5 en la próxima sección). A pesar de la muestra aún relativamente corta y del gradual desarrollo del mercado europeo de deuda indicizada, estos indicadores han proporcionado en los últimos años evidencia

⁹ La prima de riesgo explica el 90% de la variación en los *BEIRs* a largo plazo. En cuanto a la prima de riesgo por inflación en los bonos del tesoro norteamericano, estimaciones recientes indican fuertes fluctuaciones a lo largo de las últimas décadas (entre 20 y 140 puntos básicos, véase ANG *et al.*, 2008; BURASCHI y JILTSOV, 2005). KIM y WRIGHT (2005) argumentan que la prima de riesgo por inflación ha decrecido de forma gradual desde 1990, hasta situarse en torno a 50 puntos básicos a mediados de 2005.

suficiente de su utilidad para la conducción de la política monetaria, en particular desde el año 2004, cuando los bonos indicados parecen haber alcanzado unos volúmenes de negocio suficientes en los grandes mercados.

Los *BEIRs* proporcionan información a diferentes horizontes temporales. Los *BEIRs* al contado (o *spot*) reflejan el promedio de compensación por inflación demandada por los inversores hasta la fecha el vencimiento de los bonos. Por ejemplo, abstrayéndose de las primas de riesgo, los *BEIR* calculados a partir del bono *OATei* 2012 reflejan el promedio de inflación esperado entre el momento actual y dicha fecha. Esa tasa promedio refleja en parte la inflación esperada en el corto plazo, que puede estar influenciada por presiones temporales sobre los precios que están fuera del control de las autoridades monetarias.

La medición precisa de expectativas de inflación a medio y largo plazo requiere la estimación de *BEIRs* de cupón cero (i.e. como diferencia entre rendimientos de bonos nominales y reales de cupón cero, véase Ejsing, García y Werner, 2007)¹⁰, ya que permiten un seguimiento de las expectativas de inflación a un horizonte constante (por ejemplo a diez años). Esto es crucial cuando se analizan movimientos sobre un periodo de tiempo relativamente largo, ya que, por el contrario, el horizonte temporal de las expectativas de inflación calculadas sobre la base de las tasas de rendimiento observadas para bonos indicados emitidos se reduce a medida que se acerca su vencimiento. Además, la estimación de estructuras temporales de *BEIRs* de cupón cero es que permiten el cálculo de expectativas de inflación implícitas para cualquier horizonte temporal.

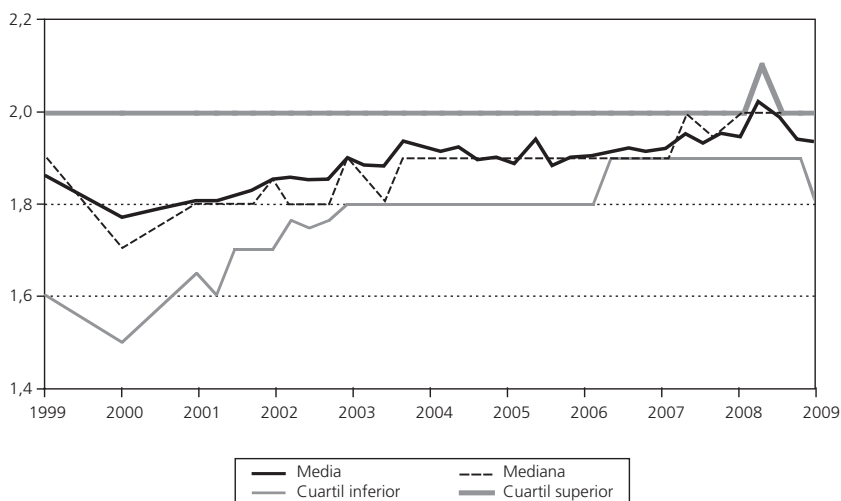
El BCE, en línea con otros importantes bancos centrales, proporciona de forma regular en sus publicaciones información detallada de los movimientos en las expectativas de inflación a largo plazo mediante la descomposición de los *BEIRs* a diez años — un indicador de la compensación media por inflación requerida en los mercados para los próximos diez años — en los *BEIRs* a cinco años y los *BEIRs* implícitos entre los cinco y

¹⁰ La estimación de la estructura temporal de *BEIRs* en la zona del euro presenta ciertas complicaciones, como por ejemplo el reducido número de bonos indicados, particularmente en el corto plazo, así como la presencia de varios emisores diferentes. EJSING *et al.* (2007) aplican el método de NELSON y SIEGEL (1987), un enfoque paramétrico común en bancos centrales (véase BIS, 2005). Los diferenciales entre rendimientos de bonos nominales y reales de cupón cero evitan las distorsiones debido a la diferente *duración* de bonos indicados y nominales con un mismo periodo de vencimiento. Ese artículo confirma que, al menos durante los últimos años, esas diferencias son pequeñas y los *BEIRs* basados en rendimientos observados son una buena aproximación. Sin embargo, la estacionalidad de la inflación causa fuertes fluctuaciones en dichas medidas, por lo que es recomendable ajustar las curvas de rendimientos por dicha estacionalidad para obtener mejores medidas de expectativas de inflación a diferentes horizontes temporales.

los diez años, que proporcionan información más precisa sobre la tasa de inflación (y prima de riesgo asociada) esperada en promedio en el medio a largo plazo (véase Gráfico 4).

4. Expectativas de inflación a largo plazo y credibilidad del Banco Central Europeo en sus diez primeros años

La evidencia procedente de las encuestas de expectativas de inflación apoya la presencia de una fuerte credibilidad del BCE. Las predicciones puntuales suministradas por los participantes en la encuesta del BCE indican que las expectativas de inflación a largo plazo en la zona del euro han fluctuado desde 1999 entre el 1,8% y el 2%, y entre el 2003 y el 2007 incluso en un intervalo más estrecho entre el 1,9% y el 2% (véase Gráfico 1). Es más, la dispersión entre esas estimaciones puntuales también se ha reducido gradualmente: por ejemplo, el intervalo comprendido entre los cuartiles superior e inferior se ha reducido al aumentar el cuartil inferior desde un mínimo del 1,5%, registrado a mediados del 2006, hasta el 1,9%, mientras que, en líneas generales, el cuartil superior se ha mantenido estable en



Fuente: BCE.

Gráfico 1

Expectativas de inflación a largo plazo basadas en las predicciones puntuales de la Encuesta de Predicciones Macroeconómicas del BCE (*ECB's SPF*)

el 2%, incrementándose sólo hacia finales de 2008, con el incremento de las expectativas de inflación tanto en media como en el cuartil superior.

Esta estabilidad de las expectativas de inflación a largo plazo es muy notable, especialmente dadas las fluctuaciones observadas en las tasas de inflación de la zona del euro en estos diez años. De hecho, las expectativas a más corto plazo (uno y dos años) han experimentado una volatilidad mucho mayor, lógicamente influenciadas por las presiones inflacionistas temporales (subidas de precio del petróleo, fluctuaciones estacionales y por razones de salud pública en los alimentos no elaborados, etc.), pero la sensibilidad de las expectativas de inflación a largo plazo a las variaciones de las expectativas a muy corto plazo ha sido prácticamente nula¹¹.

Para investigar el anclaje de las expectativas de inflación es también importante tener en cuenta los riesgos asociados a las predicciones puntuales. Como se ha mencionado con anterioridad, mediante el análisis de las predicciones probabilísticas la encuesta de expectativas macroeconómicas del BCE también permite obtener información sobre esos riesgos. En concreto, la estimación de funciones de densidad a partir de la agregación de los histogramas individuales permite el cálculo de la incertidumbre y la asimetría de riesgos percibidos por los participantes en relación a la media de inflación esperada a largo plazo (García y Manzanares, 2007a,b ofrecen una descripción de la metodología empleada en este artículo y de posibles alternativas)¹². Medidas de incertidumbre como la desviación estándar nos indican el grado de seguridad asociado a la predicción puntual, mientras que la asimetría en los riesgos nos indica en que sentido, al alza o a la baja, una desviación de la tasa de inflación se percibe como más probable.

Los resultados muestran que la incertidumbre sobre la tasa de inflación a largo plazo también se ha mantenido relativamente estable durante gran parte de los últimos años (véase Gráfico 2). A pesar de las lógicas fluctuaciones, la incertidumbre percibida sobre la tasa de inflación a largo plazo en la zona del euro se mantuvo relativamente estable entre 1999 y 2005. A partir de entonces la incertidumbre disminuyó notablemente hasta mínimos históricos a finales de 2007, a pesar del incremento gradual en la tasa de inflación media esperada. A mediados del 2008, sin embargo, tanto la tasa de inflación esperada como la incertidumbre asociada a ella experimentaron un

¹¹ Véase CASTELNUOVO, NICOLETTI-ALTIMARI y RODRÍGUEZ-PALENZUELA (2003).

¹² En concreto, la media de inflación esperada (basada en las predicciones probabilísticas) que puede observarse en el Gráfico 3 difiere de la tasa de inflación esperada del Gráfico 2 (basada en las predicciones puntuales. Esto se debe a que están basadas en diferente información proporcionada por los participantes en la encuesta, siendo la presencia de estas diferencias un importante tema de investigación en los últimos años (Véase GARCÍA y MANZANARES 2007b para una descripción del origen de la diferencia y de la literatura relacionada).

Inflación media esperada a largo plazo y riesgos asociados en la predicciones probabilística de la Encuesta de Predicciones Macroeconómicas del BCE (*ECB's SPF*)

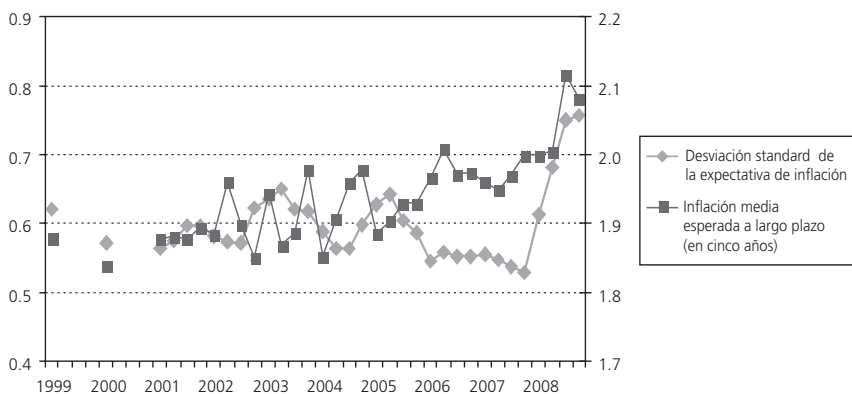


Gráfico 2

Inflación media esperada a largo plazo e incertidumbre asociada

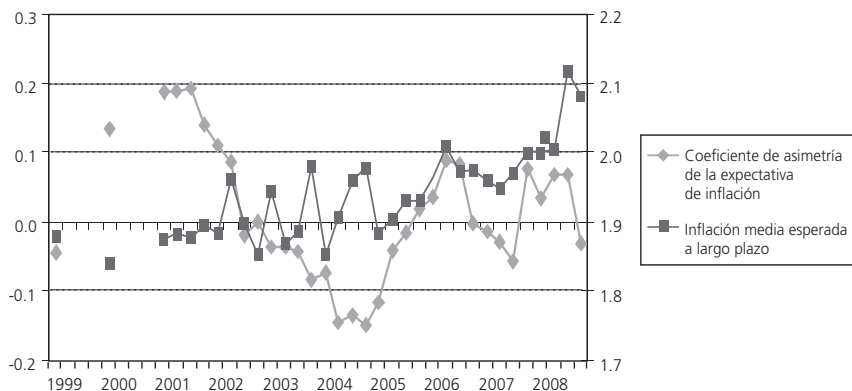


Gráfico 3

Inflación media esperada a largo plazo y asimetría en los riesgos

Nota: las medias y las medidas de riesgos (desviación estándar y coeficiente de asimetría) están calculadas sobre la base de la predicción probabilística agregada de la Encuesta de Predicciones Macroeconómicas del BCE (*ECB's SPF*). En concreto los momentos representados pertenecen a la función de densidad continua estimada usando la metodología introducida en García y Manzanares (2007a) a partir de la distribución probabilística agregada construida como la media de los histogramas individuales. En 1999 y 2000 la encuesta sólo solicitaba información sobre expectativas a largo plazo en el primer trimestre.

notable aumento debido a la subida de las tasas de inflación observada y los notables incrementos en los precios del petróleo y otras presiones inflacionistas temporales.

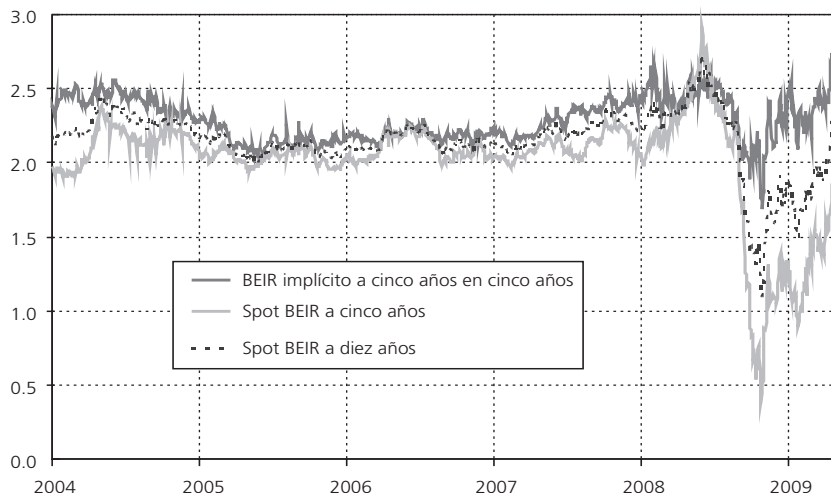
Los cambios en la asimetría percibida sobre los riesgos asociados a la tasa de inflación a largo plazo han sido más significativos que los de la incertidumbre, incluyendo cambios en el signo y persistentes tendencias al alza y a la baja (véase Gráfico 3). En los primeros años del BCE, las tasas de inflación relativamente bajas estuvieron acompañadas de riesgos al alza relativamente elevados. Posteriormente, las predicciones probabilísticas muestran que los participantes optaban, entre lógicas fluctuaciones, por un incremento gradual de inflación media esperada pero con riesgos asociados equilibrados ó predominantemente a la baja, especialmente en la última parte de la muestra, cuando la media esperada alcanzó su máximo observado.

En conclusión, la información sobre las expectativas de inflación a largo plazo en la zona del euro procedente de las encuestas, pese a los riesgos señalados por el aumento observado en el 2008, sugiere que se han mantenido consistentes con el objetivo de estabilidad de precios del BCE.

En cuanto al seguimiento de la información procedente de los indicadores financieros, en el Gráfico 4 se muestra la descomposición de la tasa de inflación implícita a diez años en la tasa de inflación implícita a cinco años (que mide las expectativas de inflación media en los próximos cinco años) y la tasa de inflación implícita a cinco años en cinco años (que mide las expectativas de inflación media en el período comprendido entre los cinco y los diez años siguientes).

La tasa de inflación implícita a cinco años, un indicador directo de inflación (y riesgos asociados) a largo plazo, ha fluctuado en un intervalo comprendido entre el 2% y el 2,5% durante la mayor parte de la muestra disponible. En ciertos periodos puntuales, como la primera mitad de 2004, en el primer semestre del 2008 y desde el otoño de 2008, sus altos niveles se explican por un incremento en las primas de riesgo. Por ejemplo, los altos niveles en la primavera de 2009 se deben en gran medida a las distorsiones sufridas en el otoño de 2008 cuando el acusado descenso de los precios del petróleo y de las expectativas de inflación provocaron una venta masiva de bonos indicados con la inflación que, en unas condiciones de liquidez extremadamente reducida, dieron lugar a importantes correcciones de los precios de estos instrumentos e influyeron en el cálculo de las tasas de inflación implícitas¹³.

¹³ Para conocer un debate más exhaustivo del impacto de las turbulencias actuales en los mercados financieros sobre las medidas de las expectativas de inflación basadas en el mercado, véase el recuadro titulado «Incrementos recientes de los rendimientos reales y sus consecuencias para el análisis de las expectativas de inflación», en el Boletín Mensual del BCE de noviembre del 2008.



Fuentes: Reuters y estimaciones del autor basadas en Ejsing, García y Werner (2007).

Nota: BEIRs de cupón cero calculados como diferencia entre curvas de cupón cero para rendimientos reales y nominales estimadas de acuerdo a Ejsing, García y Werner (2007). Debido al número de bonos indicados existentes y a las condiciones de liquidez en este mercado, la estimación de la estructura temporal de las tasas de inflación implícitas en la zona del euro no es aconsejable antes de 2004.

Gráfico 4

BEIRS implícitos a diferentes horizontes temporales (datos diarios)

De hecho, la descomposición de las tasas de inflación implícitas en expectativas de inflación y primas asociadas mediante modelos de estructura temporal indica que la prima de riesgo por inflación muestra una pendiente ascendente con el horizonte temporal, y que sus fluctuaciones son el principal factor determinante de las variaciones de las tasas de inflación implícitas, con unas expectativas de inflación (a largo plazo) ancladas en niveles compatibles con la estabilidad de precios¹⁴.

En los últimos años, una literatura emergente ha investigado el anclaje de las expectativas de inflación centrándose en la reacción de los indicadores financieros (las tasas de inflación implícitas a largo plazo y los tipos de interés nominales) a las noticias macroeconómicas. Ehrmann *et al.* (2007) muestran que desde el inicio de la UEM, los tipos de interés nominales a largo plazo de países importantes de la zona del euro no han tendido a reac-

¹⁴ Véanse HÖRDAHL y TRISTANI (2007), y GARCÍA y WERNER (2009).

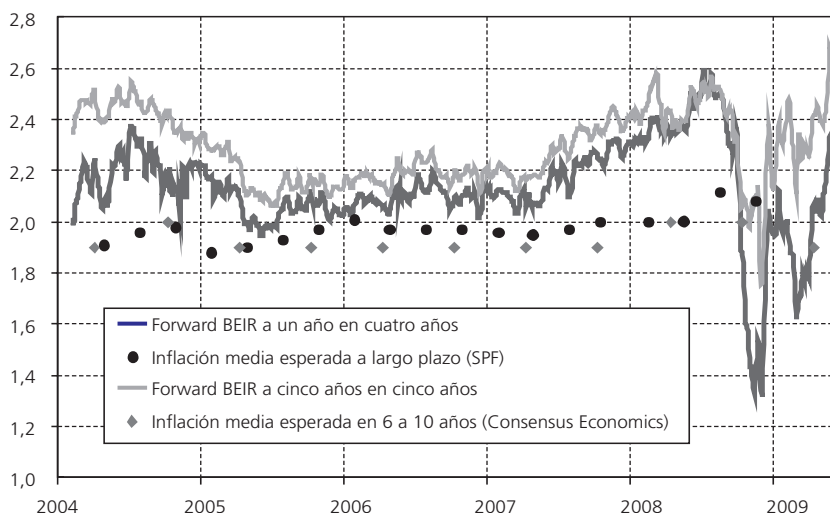
cionar ante las noticias macroeconómicas. Esta evidencia es especialmente relevante si se tiene en cuenta que, a menudo, las reacciones de los tipos de interés nominales a largo plazo en Estados Unidos a dichas noticias se consideran estadísticamente significativas.¹⁵ La evidencia disponible también indica que, en Estados Unidos, las tasas de inflación implícitas a largo plazo reaccionan fuertemente ante la publicación de datos macroeconómicos, incluso en horizontes largos, mientras que las reacciones en la zona del euro son significativas para las tasas de inflación implícitas a corto plazo, pero no a largo plazo, lo que respalda la conclusión de que el anclaje de las expectativas de inflación es más sólido en la zona del euro¹⁶.

La comparación directa entre los indicadores de expectativas de inflación a largo plazo basadas en indicadores financieros y las basadas en encuestas de expectativas de inflación permite ilustrar las conclusiones mencionadas hasta ahora. El Gráfico 5 ilustra las dos principales diferencias entre los *BEIRs* (tasas implícitas a un año en cuatro años y a cinco años en cinco años) y las expectativas de inflación obtenidas mediante encuestas (*Consensus Economics*, que publica semestralmente expectativas de inflación entre seis y diez años en adelante, y la Encuesta de Expectativas Macroeconómicas del Banco Central Europeo). En primer lugar, los indicadores financieros presentan mayores fluctuaciones que los datos de las encuestas (véase también el Gráfico 4). En segundo lugar, los *BEIRs* suelen fluctuar por encima del nivel de expectativas de inflación a largo plazo reflejado en las encuestas por la presencia de una prima de riesgo por inflación en los bonos nominales utilizados para su cálculo.

En todo caso, los diez primeros años de existencia del BCE han proporcionado ejemplos claros de que la medición de las expectativas de inflación necesita del seguimiento conjunto de indicadores financieros y de encuestas. Los *BEIRs* permiten detectar cambios en las expectativas tan pronto como ocurren. Por ejemplo, a diferencia del movimiento al alza experimentado por los *BEIRs* en el segundo trimestre de 2004 en el contexto de fuertes subidas de los precios del petróleo, las expectativas de inflación a largo plazo recogidas por las encuestas de abril de ese año apenas presentaban cambios con respecto a las del trimestre anterior. Las encuestas no volvieron a realizarse hasta varios meses después (la *SPF* a mediados de julio y *Consensus Economics* en octubre), cuando las presiones inflacionistas ya se habían reducido, tal y cómo sugiere el descenso en los *BEIRs* tanto spot como implícitos. Por el contrario, como se ha mencionado con anterioridad, las distorsiones en el mercado de bonos indicados desde el

¹⁵ Véanse, por ejemplo, GÜRKAYNAK, SACK y SWANSON (2005), BEECHEY y WRIGHT (2008).

¹⁶ Véanse BEECHEY, JOHANNSEN y LEVIN (2007), y CICCARELLI y GARCIA (2009).



Fuentes: Reuters, Consensus Economics y estimaciones del autor.

Nota: Forward BEIRs de cupón cero calculados como diferencia entre curvas de cupón cero para rendimientos reales y nominales estimadas de acuerdo a Ejsing, García y Werner (2007). La media de las expectativas de inflación a largo plazo de la SPF estimada de acuerdo a García y Manzanares (2007).

Gráfico 5

Indicadores de expectativas de inflación a largo plazo en la zona euro

último trimestre de 2008 (véase también el Gráfico 4), han dificultado la interpretación de los indicadores financieros y el seguimiento de la información procedente de las encuestas ha sido de gran utilidad para la instrumentación de la política monetaria.

5. Conclusiones

Las expectativas de inflación juegan un papel fundamental en la teoría económica moderna y en la instrumentación de la política monetaria. En el caso de un banco central de reciente creación, como el Banco Central Europeo, el seguimiento de las expectativas de inflación del sector privado en estos primeros diez años ha sido una fuente de información esencial para medir la credibilidad de la política monetaria en la zona del euro.

Este artículo ha presentado una visión panorámica de los principales trabajos de investigación realizados en los últimos años por el personal del

BCE para la mejor medición y seguimiento de dichas expectativas. En general, la evidencia obtenida de encuestas y de indicadores financieros presentada en este cuadro apunta a que las expectativas de inflación a largo plazo en la zona del euro están relativamente bien ancladas. Desde el inicio de la tercera fase de la UEM, en 1999, la zona del euro se ha visto afectada por varias perturbaciones alcistas importantes para la evolución a corto plazo de los precios. En este contexto, y teniendo en cuenta la complejidad de los indicadores, es natural que las expectativas de inflación a largo plazo presenten ciertas fluctuaciones. Sin embargo, en general, las expectativas de inflación en la zona del euro parecen haber tenido una reacción moderada y se han mantenido acordes, en líneas generales, con el objetivo del Consejo de Gobierno de que las tasas de inflación se sitúen en niveles inferiores, pero próximos al 2% en el medio plazo. La estabilidad que han presentado hasta la fecha es uno de los grandes logros de la política monetaria única y un gran activo de cara al futuro.

Bibliografía

- ALONSO, F., R. BLANCO y A. DEL RÍO (2001), «Estimating inflation expectations using French government inflation-indexed bonds», Banco de España, Documento de trabajo n.º 0111.
- AMTE (Euro Debt Market Association) (2005), «Inflation-linked products in the euro area: an AMTE working group to standardise, develop and promote the asset class», junio.
- ANG, A., G. BEKAERT y M. WEI (2008), «The term structure of real interest rates and expected inflation» *Journal of Finance*, 63, pp. 797-849.
- BEECHEY, M., E. JOHANNSEN y A. LEVIN (2007), «Are long-run inflation expectations anchored more firmly in the euro area than in the United States?», CEPR Discussion Paper n.º 6536.
- BEECHEY M. y J. WRIGHT (2008), «The high-frequency impact of news on long-term yields and forward rates: is it real?», *Finance and Economics Discussion Paper* n.º 39, Board of Governors of the Federal Reserve.
- BERNANKE, B. (2004), «What policymakers can learn from asset prices», discurso ante la Investment Analysts Society de Chicago, 15 abril 2004.
- BIS (2005), «Zero-coupon yield curves: technical documentation», Bank for International Settlements, BIS Papers n.º 25.
- BURASCHI, A. y A. JILTSOV (2005), «Inflation risk premia and the expectations hypothesis», *Journal of Financial Economics*, 75(2), pp. 429-490.
- CAMPBELL, J. Y. y R. J. SHILLER (1996), «A scorecard for indexed government debt», National Bureau of Economic Research, Working Paper Series n.º 5587.
- E. CASTELNUOVO, S. NICOLETTI-ALTIMARI y D. RODRÍGUEZ-PALENZUELA (2003), «Definition of price stability, range and point inflation targets: the anchoring of long-term inflation expectations», *Working Paper* n.º 273, BCE.

- CICCARELLI, M. y J. A. GARCÍA (2009), «What drives break-even inflation rates?» *ECB Working Paper series* n.º 996, enero.
- CHRISTIANO, L, M. EICHENBAUM y C. EVANS (2000), «Monetary policy shocks: what have we learned and to what end?», en J. B. TAYLOR y M. WOODFORD (eds.) (2003), *Handbook of Macroeconomics*.
- DEACON, M., A. DERRY y D. MIRFENDERESKI (2004), *Inflation-indexed securities: bonds, swaps and other derivatives*, New York: Wiley Finance, segunda edición.
- EJSING, J., J. A. GARCÍA y T. WERNER (2007), «Estimating real and inflation term structures using euro area inflation-linked bond data», *ECB Working Paper series* n.º 830, noviembre.
- EHRMANN, M., M. FRATZSCHER, R. GÜRKAYNAK y E. SWANSON (2007), «Convergence and anchoring of yield curves in the euro area», *Working Paper* n.º 817, BCE.
- GARCÍA, J. A. (2003), «An introduction to the ECB's Survey of Professional Forecasters», *ECB Occasional Paper Series*, n.º 8.
- GARCÍA, J. A. and A. VAN RIXTEL (2007), «Inflation-linked bonds from a central bank's perspective», Banco de España, Documentos Ocasionales 0507. También publicado en *ECB Occasional Paper Series*, n.º 62.
- GARCÍA, J. A. y A. MANZANARES (2007a), «What can probability forecasts tell us about inflation risks?», *ECB Working Paper Series*, n.º 830, octubre.
- GARCÍA, J. A. y A. MANZANARES (2007b), «Reporting bias and survey results: evidence from European Professional Forecasters», *ECB Working Paper Series*, n.º 836, diciembre.
- GARCÍA, J. A. y T. WERNER (2009), «Inflation risks and inflation risk premia», *ECB Working Paper Series*, en impresión.
- GÜRKAYNAK, R. B. SACK y E. SWANSON (2005), «The sensitivity of long-term interest rates to economic news: evidence and implications for macroeconomic models», *American Economic Review*, Vol. 95(1), pp. 425-436.
- P. HÖRDAHL y O. TRISTANI (2007), «Inflation risk premia in the term structure of interest rates», *ECB Working Paper series* n.º 734.
- KIM, D. y J. WRIGHT (2005), «An arbitrage-free three-factor term structure model and the recent behaviour of long-term yields and distant horizon forward rates», *Board of Governors of the Federal Reserve Board, Finance and Economics Discussion Series* n.º 33.
- NELSON, C. R. y A. F. SIEGEL (1987), «Parsimonious modeling of yield curves for U.S. Treasury yields», *Journal of Business*, Vol. 60(4), pag. 473-489.
- PEERSMAN, G y F. SMETS (2003), «The monetary transmission mechanism in the euro area: more evidence from VAR analysis», *Working Paper* n.º 91, BCE.
- SACK, B. (2000), «Deriving inflation expectations from nominal and inflation-indexed Treasury yields», *Board of Governors of the Federal Reserve System, Finance and Economics Discussion Series* n.º 2000-33.
- SCHOLTES, C. (2002), «On market-based measures of inflation expectations», Bank of England, *Quarterly Bulletin*, pag. 67-77.
- SMETS, F. and R. WOUTERS (2005), «Comparing shocks and frictions in US and euro area business cycles: a Bayesian DSGE approach», *Journal of Applied Econometrics*, 20(1), enero.

La política monetaria del Banco Central Europeo. Diez años de aciertos y errores

Mikel Larreina Díaz
Universidad de Deusto

Sumario: 1. Introducción.—2. El Banco Central Europeo: Historia, misión y objetivos.—3. El control de los precios, un objetivo socioeconómico deseable.—4. Diez años de éxitos en la política monetaria única.—5. Diez años de errores en la política monetaria única.—6. Conclusiones.

Resumen: Tras diez años de política monetaria común, la contribución del BCE al desarrollo socioeconómico de la zona euro ha sido netamente positiva, con baja inflación, convergencia de precios, fortalecimiento de la moneda e integración de los mercados financieros, entre otros aspectos beneficiosos. Sin embargo, su actuación no ha estado exenta de errores y críticas; a este respecto, en este artículo se diferencia entre fallos en su política como la excesiva fijación en la no indexación de los salarios, y las críticas que recibe por sus objetivos, o por su reacción frente a la crisis.

Palabras clave: *Banco Central Europeo, inflación, política monetaria.*

Abstract: *Since the launch of the common currency more than ten years ago, the contribution of the ECB has been positive for the social and economic development of the euro area: low inflation, convergence of prices, strengthening of the currency, and integration of most financial markets, among other advantages. Nevertheless, this institution has received criticism and some of its decisions can be considered as errors; in this paper a distinction will be made between some mistakes in its policies (for instance, the excessive argumentation against indexation in wage-formation while greedy price-setting by some corporations and wealthy individuals has been consistently missed) and some criticism that has arisen from its objectives or its supposedly too late reaction to the present crisis.*

Keywords: *European Central Bank, inflation, monetary policy.*

1. Introducción

Durante el primer semestre de 2009, el Banco Central Europeo (BCE) no sólo ha festejado los diez años de política monetaria única en la zona del euro, sino que ha sido acusado en repetidas ocasiones de dos tremen-

dos errores: en primer lugar, actuar a remolque de las decisiones de otros Bancos Centrales (específicamente, la Reserva Federal norteamericana y el Banco de Inglaterra); y en segundo lugar, de actuar de forma acomplejada y temerosa, lo que habría agravado las consecuencias de la crisis financiera, ayudando a convertirla en una crisis económica potencialmente tan dañina como la Gran Depresión. «*Too little, too late*» ha sido un comentario recurrente en la prensa económica anglosajona¹, que ha encontrado el argumento para saldar cuentas con el Banco Central Europeo, cuya misma existencia juzgaron en su momento imposible, y cuyo fracaso habían pronosticado en diversas ocasiones. Estas críticas se han unido a otras que, desde prácticamente el inicio de la política monetaria única, también juzgan muy críticamente al BCE, pero en esta ocasión no tanto por la idoneidad técnica de sus decisiones sino por su misma finalidad: políticos de izquierda de la Unión Europea han protestado casi desde 2000 por lo que han denominado «*obsesión por la inflación*», reprochando que el consejo de gobierno del BCE no tomase las medidas oportunas para favorecer el crecimiento económico y colaborar en la creación de empleo².

En este artículo se defiende que la contribución del BCE al desarrollo socioeconómico de la zona euro ha sido netamente positiva. Efectivamente, el BCE ha cometido errores en su década de funcionamiento (1999-inicios de 2009); sin embargo, intentaré justificar que el efecto económico positivo de los aciertos supera con creces al efecto negativo de los errores. Simultáneamente, analizaré ambos tipos de acusaciones, intentando brevemente desmontar algunos de los argumentos utilizados. Por un lado, mostraré que las equivocaciones en la gestión de la crisis financiera iniciada en el verano otoño de 2007 no han sido exclusivas de este banco, ni siquiera, en mi opinión, han sido más graves que los cometidos por otros bancos centrales. De la misma manera, es discutible que la política monetaria tenga como único objetivo el control de los precios; sin embargo, como veremos a continuación, este es el objetivo que los europeos hemos fijado al BCE, al que hemos

¹ El economista jefe del BCE Otmar Issing se refería a estos comentarios en 2006 (ISSING, 2006). Ejemplos de estos comentarios espaciados en el tiempo los podemos encontrar en el *Telegraph* (6 de noviembre de 2008), en *The Times* (6 de junio de 2003 y 8 de marzo de 2004), en el *Financial Times* (3 de julio de 2008); y también en los progresistas y no euroescépticos *The New York Times* (26 de mayo de 2003) y *The Guardian* (12 de noviembre de 2001). Aunque mucho menos frecuentes, también se han publicado en estos medios artículos que defendían la labor del BCE (como en un reciente artículo publicado en el *Financial Times*, el 7 de mayo de 2009).

² Por ejemplo, el primer ministro francés Lionel Jospin y el canciller alemán Gerhard Schroeder abogaron por un pacto europeo por el empleo que equilibrase el Pacto de Estabilidad; más recientemente, la candidata a la presidencia de la república francesa Ségolène Royal pidió en 2007 revisar el mandato del BCE.

otorgado la exclusividad en el diseño, toma de decisiones, y ejecución de la política monetaria. Siguiendo los mecanismos establecidos, los europeos podremos cambiar los objetivos de la política monetaria, podremos incluso modificar quién debe encargarse de tomar estas decisiones; sin embargo, no parece objetivamente justificable acusar al BCE de cumplir con su mandato.

La estructura de este artículo es la siguiente: en primer lugar, se esboza brevemente la historia del BCE, así como su misión y objetivos. En el segundo apartado, se explica cómo funciona el BCE. A continuación, en el tercer apartado, se justifica la necesidad de controlar la evolución de los precios. En el cuarto apartado se presentan los principales logros de la política monetaria única, mientras que en el quinto apartado se analizan sus principales errores. Por último, se presentan las conclusiones.

2. El Banco Central Europeo: Historia, misión y objetivos

El Tratado de la Unión Europea atribuye al Banco Central Europeo las funciones de diseño y ejecución de la política monetaria de los países que conforman el área del euro, en mayo de 2009 dieciséis países³. Desde el uno de enero de 1999, el BCE tiene un rol central en el Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC), en el que se incluyen también los bancos centrales nacionales de los Estados pertenecientes a la Unión Económica y Monetaria (UEM, que no mantienen capacidad decisoria individual en lo que respecta a la política monetaria; y los bancos centrales de los once países que no pertenecen a la zona euro, los cuales sí conservan una política monetaria propia⁴. A excepción de dos Estados miembros (Reino Unido y Dinamarca), los restantes países que no aún han adoptado la moneda única, lo harán de forma automática cuando cumplan con los criterios de convergencia establecidos en el Tratado de Maastricht⁵. Estos requisitos fueron establecidos

³ Once países adoptaron el euro como moneda común al iniciarse 1999: Alemania, Austria, Bélgica, España, Finlandia, Francia, Holanda, Irlanda, Italia, Luxemburgo y Portugal. Grecia se incorporó a la zona euro en 2002, mientras que Eslovenia fue en 2007 el primer país de la ampliación al centro y este de Europa que se unió a la moneda única. En 2008 se incorporaron al euro Malta y Chipre. Finalmente, en 2009 se ha unido al euro un segundo país ex-comunista, Eslovaquia. Estos dieciséis países son los que conforman la Unión Económica y Monetaria europea.

⁴ En algunos casos, como por ejemplo Suecia, en los que la moneda propia está fuertemente ligada al euro, la política monetaria efectiva no es demasiado diferente de la del Banco Central Europeo.

⁵ Estos requisitos son de dos tipos, legales y económicos. En cuanto a los primeros, se exige que el Banco Central sea independiente y el agente único de la política monetaria. En cuanto a los segundos, se refieren a los niveles máximos de deuda pública y de déficit admitidos; a la no devaluación de la moneda del país candidato frente al euro en los dos años pre-

con el propósito de que los países que se incorporen a la zona del euro tengan una coyuntura económica similar a la del conjunto de la eurozona, con lo que la política monetaria única pueda servir sus intereses individuales.

La política monetaria única no ha sido un objetivo nuevo, que haya sido explicitado tras los éxitos de la construcción europea, sino que está presente casi desde el inicio del proceso de construcción europea, aunque diversas circunstancias hayan postergado su puesta en marcha hasta los años noventa. En este sentido, ya en 1962 se dieron los primeros movimientos hacia una Unión Monetaria en el seno de las Comunidades Europeas, y en el año 1964 se institucionalizó la cooperación entre Bancos Centrales (Scheller, 2006). Posteriormente, el informe Werner de 1970, que proponía alcanzar una moneda única en 1980, y la serpiente monetaria europea, mecanismo dirigido a reducir las fluctuaciones del tipo de cambio entre las monedas europeas, fueron dos importantes precedentes del euro que se vieron aparcadas debido a las crisis que golpearon las economías de los países miembros en los años setenta. Finalmente, en 1989 el Consejo Europeo acuerda establecer una unión económica y monetaria siguiendo el plan de tres etapas propuesto el año anterior en el informe Delors. En 1992 se firma el Tratado de Maastricht, en el que se explicitan los requisitos para acceder a la moneda única y se constituye un Instituto Monetario Europeo que funcionaría como germen del Banco Central Europeo, cuyo establecimiento debía esperar al inicio de la tercera fase de la UEM, cuyo inicio fue acordado en 1995 que debía producirse «*lo antes posible en 1998*». De esta manera tanto el BCE como el SEBC fueron creados inmediatamente después de la decisión sobre el paso a la tercera fase de la UEM, el 1 de junio de 1998.

El actual Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea recoge cuál es el objetivo principal del SEBC, al que se le otorgan todos los poderes decisorios y ejecutorios sobre la política monetaria: «*El objetivo principal del SEBC será mantener la estabilidad de precios. Sin perjuicio de este objetivo, el SEBC apoyará las políticas económicas generales de la Comunidad con el fin de contribuir a la realización de los objetivos comunitarios establecidos en el artículo 3 del Tratado de la Unión Europea. El SEBC actuará con arreglo al principio de una economía de mercado abierta y de libre competencia, fomentando una eficiente asignación de recursos financieros.*» (artículo 127 del TFUE).

Queda claro, entonces, que al Banco Central Europeo, así como a los demás bancos centrales que mantienen una política monetaria propia (los de los Estados miembros que aún no se han incorporado al área del euro) se le

vios; y a los valores del tipo de interés a largo plazo y de la inflación comparados con los tres países del área del euro con mejores comportamientos en la evolución del índice de precios.

ha impuesto un objetivo nítido sin margen para la interpretación⁶: mantener la estabilidad de precios, definida por el Consejo de Gobierno del BCE en 1998 como una inflación general cercana al 2% y ligeramente inferior a este valor, obtenida en el medio plazo. Tan sólo una vez que se haya alcanzado este objetivo, el BCE puede tomar decisiones de política monetaria con otros objetivos, concretamente los que están tasados en el actual artículo 3 del Tratado de la Unión Europea: «[...] *La Unión establecerá un mercado interior. Obrará en pro del desarrollo sostenible de Europa basado en un crecimiento económico equilibrado y en la estabilidad de los precios, en una economía social de mercado altamente competitiva, tendente al pleno empleo y al progreso social, y en un nivel elevado de protección y mejora de la calidad del medio ambiente. Asimismo, promoverá el progreso científico y técnico.* [...]».

Para lograr su objetivo principal (una inflación ligeramente inferior al 2%) y su objetivo secundario (colaborar con las políticas económicas de la Unión Europea), al BCE se le ha dotado con una serie de funciones, la principal de las cuáles es la exclusividad en la definición y ejecución de la política monetaria única, con total independencia de los otros órganos comunitarios y de los propios Estados miembros. Junto a esta función primordial, también se le atribuye capacidad para otras actividades: realizar operaciones en divisas; gestionar las reservas oficiales de los Estados miembros; promover el buen funcionamiento de los sistemas de pagos; y colaborar en la supervisión prudencial de las entidades de crédito y en la estabilidad del sistema financiero, función que podría llegar a asumir si lo decidiera el Consejo Europeo por unanimidad.

El Consejo de Gobierno del BCE, el órgano encargado de tomar las decisiones de política monetaria, intenta ser predecible en sus decisiones, y suficientemente transparente en la justificación de las mismas. Taylor (1993) ya apostaba por la existencia de ciertas reglas de actuación en política monetaria, siempre que no se aplicasen de forma mecánica, sino de forma flexible.

La información relevante para la toma de decisiones de política monetaria del BCE sigue la estructura de «dos pilares»: la primera perspectiva, el análisis macroeconómico, se centra en la evolución del crecimiento eco-

⁶ Compárese con el objetivo de la Reserva Federal norteamericana, que tiene como meta el pleno empleo, la estabilidad de los precios y tipos de interés a largo plazo moderados, en ese orden: «*The Board of Governors of the Federal Reserve System and the Federal Open Market Committee shall maintain long run growth of the monetary and credit aggregates commensurate with the economy's long run potential to increase production, so as to promote effectively the goals of maximum employment, stable prices, and moderate long-term interest rates.*» Federal Reserve Act, section 2.

nómico y de la propia inflación. La segunda perspectiva, el análisis monetario, analiza las causas de la evolución de un agregado monetario amplio, M3. Aunque el BCE no se centra en un único modelo, y utiliza la información procedente de ambas fuentes para ponderar las distintas decisiones que puede adoptar, seguramente la teoría cuantitativa del dinero sea una buena base para interpretar la política monetaria.

3. El control de los precios, un objetivo socioeconómico deseable

Una pregunta lógica que se plantea cualquier no especialista al conocer que existe una institución independiente, no elegida directamente por los ciudadanos, que está encargada en exclusiva de una política económica y a la que se le ha encargado un objetivo muy concreto, es *¿qué tiene de especial la inflación?, ¿por qué no se actúa de la misma manera que con otras variables económicas?*

No hace falta retrotraerse hasta la época de entreguerras y recordar la hiperinflación experimentada durante la república de Weimar alemana, para encontrar sentido a que se considere que el descontrol de los precios es extremadamente preocupante para la economía. Dos ejemplos recientes pueden resultar ilustrativos: la hiperinflación que ha sufrido Zimbabwe y el fenómeno deflacionario ocurrido en Japón.

Durante la década de los ochenta, el comportamiento de los precios en Zimbabwe fue similar al de Sudáfrica, con una inflación alta que oscilaba entre el 10% y el 20% anual. En la década de los noventa, ambos países empiezan a mostrar divergencias en su inflación: así, mientras Sudáfrica comparte una tendencia global hacia la moderación de los precios, especialmente a partir de su proceso democratizador a mitad de la década, su vecino del norte comienza a sufrir cada vez mayor inflación, al mismo tiempo que sus valores son muy volátiles, variando entre el 16% y el 55% anual. A partir de 2000 la inflación en Zimbabwe se desboca, alcanzando recientemente valores superiores al 100.000%. En enero de 2009 el banco central de Zimbabwe emitió un nuevo billete de 10 billones (un uno seguido de trece ceros) dólares zimbabwenses. Entre los efectos provocados por la crisis económica podemos señalar la emigración masiva, el abandono del trabajo por trabajadores a quienes el transporte de vuelta a casa por la tarde les costaba más que lo que habían ganado durante el día, el retorno a la economía de trueque para ciertos servicios y productos básicos, y la expansión de una virulenta epidemia de cólera.

Por su parte, Japón disfrutó de una época de gran crecimiento hasta mediados de los noventa, en la que parecía que podría llegar a disputar la primacía económica mundial a los Estados Unidos. El estallido de la bur-

buja inmobiliaria nipona, unido a problemas demográficos que auguraban un menor crecimiento futuro y a las carencias estructurales del sistema financiero, hicieron que la demanda interna se desplomase, obligando a una agresiva política monetaria que bajó los tipos de interés a corto plazo hasta 0.5% en 1995 y prácticamente el cero por ciento en 1999. La caída brusca del tipo de interés agotó rápidamente el recorrido de esta política, e introdujo a Japón en la conocida «*trampa de liquidez*» en la que pese a los tipos de interés cercanos a cero, la demanda agregada es muy inferior a la capacidad productiva. La tardía apuesta en Japón por el gasto público se produjo cuando ya la economía japonesa se enfrentaba a algunos trimestres con bajada del nivel de precios. De hecho, desde 1992 hasta 2008 la inflación japonesa ha estado por debajo del 2%, incluyendo un largo período deflacionario. Ni la adopción de una agresiva política monetaria con medidas no estándar, ni el incremento del gasto público han evitado que durante largos períodos el nivel de precios haya caído en Japón, y tampoco han logrado restablecer la confianza interna. Los únicos períodos en los que la economía japonesa se ha mostrado algo más dinámica se han debido a la demanda exterior que impulsó las exportaciones del país.

Por lo tanto, dos experiencias recientes nos enseñan que tanto tener una inflación muy baja como tener una inflación muy alta pueden ser extremadamente perjudiciales para la economía de un determinado país. Por ello se ha acordado que el BCE se encargue de manera prioritaria de anclar las expectativas de inflación de los agentes económicos, porque se entiende que este es un paso previo necesario para lograr el pleno empleo y el crecimiento económico.

4. Diez años de éxitos en la política monetaria única

Tras diez años de política monetaria única, podemos señalar una serie de logros de la política monetaria única. En primer lugar, como es lógico, debemos preguntarnos si el Banco Central Europeo ha logrado conseguir su cometido. La respuesta, hasta el momento, es que sí: ha logrado reducir la inflación en la zona del euro con respecto al período previo y mantener en valores cercanos al objetivo de inflación propuesto por el Consejo de Gobierno del BCE; de hecho, hasta diciembre de 2008 el promedio de inflación en la zona euro ha sido del 2.19%, mientras que en los diez años anteriores superó el 2.6%. En este sentido, aunque exista una percepción generalizada entre la ciudadanía de la zona euro de que la conversión de las monedas previas al euro produjo un incremento de precios, las evidencias sólo demuestran un incremento de los precios por esta causa menor al 0,3% en 2002, el año de la desaparición física de las monedas originales (Tri-

chet, 2009). Esta reducción de la inflación ha sido más significativa en países como España, que tenían un pobre historial previo de control de la inflación; precisamente la reducción de la inflación española se puede observar en el gráfico 1. Además, este control de la inflación ha sido simultáneo al crecimiento del empleo: más de 16 millones de nuevos empleos en la zona del euro han sido creados desde el 1 de enero de 1999, varios millones más que los creados por esos Estados en las dos décadas previas. Es decir, el control de los precios ha venido acompañado de un incremento del empleo; aventurar que el empleo podría haber crecido más si se hubiera seguido otra política monetaria diferente es, sin duda, muy discutible.

Otro mérito importante del Banco Central Europeo ha sido que las expectativas sobre la inflación futura hayan quedado ancladas en el entorno del 2%, aunque puntualmente la inflación haya podido estar por encima o por debajo de este valor. Este anclaje es visible, por ejemplo, en los bajos tipos de interés que tiene la deuda pública a muy largo plazo (treinta o incluso cincuenta años) de los Estados de la zona euro (Trichet, 2009). Beechy, Johannsen y Levin (2007) llegan a la conclusión de que el anclaje de las expectativas de inflación es mayor en la zona euro que en Estados Unidos. Tumpel-Gugerell (2008) muestra que la volatilidad de la inflación ha



Fuente: Banco de España.

Gráfico 1

Evolución de la inflación anual (%) en España, 1980-2009

sido menor en la zona euro que en otras zonas monetarias desarrolladas durante el período de vida de la moneda única, lo que ha reducido el riesgo que representan comportamientos erráticos de la inflación para los agentes económicos, que pueden tomar mejores decisiones en un entorno en el que la inflación futura es muy probable que esté controlada.

Los diferenciales de inflación entre los países de la zona del euro también se han visto reducidos: durante los más de diez años de política monetaria común la dispersión de la inflación ha disminuido de forma notable comparada con el período previo al lanzamiento del euro, habiéndose estabilizado a partir de 1998 en valores muy bajos. De hecho, en la actualidad la variabilidad de la inflación entre Estados miembros de la unión económica y monetaria es similar a la observada entre regiones metropolitanas de Estados Unidos⁷ (BCE, 2008). Naturalmente, el hecho de que la inflación pueda ser ligeramente diferente no es negativo en sí mismo: puede deberse a la necesidad de efectuar ajustes diferentes para alcanzar el equilibrio o al propio proceso de convergencia de los niveles de precios; sin embargo, si esta diferencia en la inflación se debe a una excesiva rigidez estructural y su duración es prolongada, podría generar pérdidas de competitividad para el país que la sufra, con consecuencias adversas en términos de producción y de creación de empleo.

Un elemento adicional de gran interés ha sido la convergencia de precios en los distintos países de la zona euro (Allington, Kattuman y Walkman, 2005), especialmente en aquellos bienes en los que el consumidor tiene la posibilidad de escoger dónde comprarlos. Relacionado con este efecto positivo, debemos señalar también el incremento del comercio interior a la zona del euro. Este incremento, significativamente superior al ocurrido con respecto a los países europeos que no han adoptado aún la moneda única, supera al efecto de la eliminación del riesgo de tipo de cambio: Rose (2000) afirmaba que podía haber un efecto de eliminación de barreras para pequeñas y medianas empresas, que previamente no exportaban por las complejidades y riesgos que lleva aparejados el comercio internacional, y que al realizarse ahora este comercio con una única moneda, les resulta más accesible.

Otro aspecto exitoso, que convierte además la zona euro en un caso único desde el punto de vista de la política monetaria, es que los Estados miembros han pasado de ser once en 1999 a dieciséis en 2009, lo que ha supuesto que la población afectada se incremente en aproximadamente un

⁷ Para efectuar esta comparación, el BCE toma como referencia las catorce áreas metropolitanas principales de Estados Unidos. Desde 2004, la dispersión de la inflación entre estas zonas estadísticas fluctúa en el mismo nivel que la dispersión de la inflación entre los Estados miembros de la zona euro en 2001 (los once iniciales más Grecia).

10% hasta los 330 millones de ciudadanos. Ninguna otra área monetaria sufre estas variaciones por incrementarse sus límites territoriales, y con ellos la población y la economía a las que el Banco Central correspondiente debe servir.

Aunque no sea resultado directo de las decisiones del Banco Central Europeo, sino más bien consecuencia de la propia existencia de la moneda única, podemos señalar que el euro también ha reforzado de forma notable la unión económica europea. El uso de una única moneda ha promovido la inversión directa extranjera entre los Estados miembros de la zona del euro, especialmente a través de operaciones de fusión y adquisición de empresas. Petroulas (2007) y Schiavo (2007) coinciden en que la moneda única favorece la inversión directa cruzada entre los países miembros de la unión monetaria, más allá del efecto positivo esperable por pertenecer al mercado único de la Unión Europea. Al mismo tiempo, ha aumentado el porcentaje de las operaciones de comercio exterior denominadas en euros con respecto a las denominadas en las monedas previas, reduciendo de esta manera el riesgo de tipo de cambio para los agentes económicos europeos y transfiriendo este riesgo a sus contrapartidas externas a la zona del euro.

También la composición de las carteras de inversión ha experimentado cambios notables tras la adopción del euro. Así, se ha producido una importante redistribución de cartera entre los países, tanto a escala mundial como entre los países miembros de la zona del euro. Por ejemplo, desde el inicio de la moneda única hasta 2006 los activos de cartera emitidos por entidades de otros Estados miembros de la zona del euro han pasado de representar como promedio un 12% de la cartera internacional de renta variable de un país cualquiera de la zona del euro a representar un 28% de esta cartera internacional (BCE, 2008). En el caso de la renta fija, el salto es aún más acusado: desde un escaso 11% se ha llegado a alcanzar un 57% (BCE, 2008). También los residentes en otras áreas geográficas, especialmente los países europeos que no se han incorporado a la moneda única, han incrementado

La propia actividad de los mercados financieros se ha visto afectada por el uso del euro. En este sentido, el ejemplo habitual de la bolsa Euronext (resultado de la fusión de las bolsas de París, Bruselas y Ámsterdam en un primer momento, a las que luego se unió Lisboa) debe ser utilizado con ciertas reservas. En primer lugar, porque Euronext absorbió también el mercado de derivados londinense *LIFFE* y ha acabado fusionándose con la bolsa neoyorquina *NYSE*. En segundo lugar, porque fusiones de bolsas se han producido en Europa fuera del ámbito del euro como es el grupo de bolsas escandinavas y bálticas *OM*, o a caballo entre la zona euro y otros países europeos, como en la fusión entre la bolsa italiana y la de Londres. Y, finalmente, porque aunque solo nos hayamos referido al éxito logrado por *NYSE*, bolsas de fuera de Europa han protagonizado diversos intentos

por fusionarse o adquirir mercados de valores europeos. Es mucho más interesante el fin que ha tenido el contrato español de futuros sobre el tipo de interés a largo plazo, el famoso bono nocional a 10 años negociado en el mercado *MEFF*. Al igual que ha ocurrido en otros mercados derivados europeos, este contrato desapareció a efectos prácticos de la negociación a raíz de la entrada en la moneda única, cuando los inversores se dirigieron en masa hacia el mercado germano-helvético *Eurex* en el que se negociaba un contrato similar sobre el Eurobund alemán, mucho más líquido. Este futuro sobre la deuda pública alemana ha experimentado una situación de «*the winner takes all*», acumulando prácticamente toda la negociación en un mercado organizado de derivados sobre el futuro del tipo de interés en euros a largo plazo. Evidentemente, a este resultado ha contribuido no sólo la llegada de la moneda única, sino de manera especial los bajísimos diferenciales de prima de riesgo entre la deuda pública de los países de la zona euro hasta fecha bien reciente.

En este sentido, la existencia del euro ha favorecido la integración de algunos mercados financieros, como el mercado monetario o la deuda pública⁸, en los que los rendimientos han convergido y se deben a factores comunes al conjunto de la zona del euro; y permitirá en el medio plazo establecer los mecanismos de vigilancia e intervención necesarios para controlar a nivel europeo el sistema financiero.

Otro efecto positivo de la existencia de la moneda común europea, especialmente para aquellos Estados miembros cuyas monedas no tenían un peso internacional relevante⁹, es el papel internacional que ha logrado el euro. Como ejemplo podemos fijarnos en las reservas oficiales mundiales que representaban las once monedas a las que sustituyó: a finales de 1998, aproximadamente un 18% del total. En la actualidad, este porcentaje oscila alrededor del 25%. Del mismo modo, los inversores europeos se pueden beneficiar de que emisores de todo el mundo (especialmente de las regiones más próximas a la zona del euro geográfica o económicamente) emiten deuda u otros activos financieros denominados en euros, con lo que los inversores europeos eliminan en parte el riesgo de tipo de cambio en sus inversiones. En cuanto a qué países tienen una política cambiaria determinada con respecto al euro, son principalmente países del entorno geográfico de la zona euro.

⁸ Seguramente la banca minorista sea el segmento del mercado financiero que avanza más lentamente en el proceso de integración (BCE, 2008). En el otro extremo se sitúa el mercado interbancario, que desde el mismo inicio de la política monetaria común ha experimentado una convergencia total de los tipos de interés, reduciendo la variabilidad de estos tipos a apenas un punto básico.

⁹ Todos los Estados miembros excepto Alemania y Francia: tan sólo el franco francés y el marco alemán desempeñaban un rol internacional relevante.

Para terminar con esta revisión de los éxitos de diez años de política monetaria única, debemos referirnos brevemente a la crisis financiera y económica que estalló en 2007 y que a mediados de 2009 parece estar en su punto más profundo. El euro ha servido, especialmente para los países más vulnerables, como un escudo protector ante las turbulencias financieras. No hace falta recordar las presiones sobre el tipo de cambio que vivieron diferentes monedas europeas a principios de los noventa, y que provocaron, por ejemplo, cuatro devaluaciones sucesivas de la peseta frente al marco alemán: los cambios en la competitividad de las empresas fueron extremadamente importantes. El hundimiento de la economía islandesa, con un incremento muy significativo del valor en coronas islandesas de las deudas familiares y corporativas que se habían adquirido en una cesta de monedas extranjeras; o incluso los serios problemas que ha padecido el Reino Unido, con una depreciación muy significativa de su moneda, nos ilustran de qué hubiera podido suceder en algunos Estados miembros de la zona del euro si no contaran con este sólido soporte que es la moneda común. El euro ha sido especialmente útil para aquellos países que han debido recurrir de manera importante a financiación exterior (España, Italia o Grecia, por ejemplo); el hecho de haber obtenido esos capitales externos a través de títulos denominados en euros les ha dotado de una posición más sólida que si hubieran debido financiarse en otras monedas. Algunos países del Este de Europa también ejemplifican la vulnerabilidad de las monedas pequeñas en períodos de turbulencias financieras.

Una última cuestión no desdeñable es que la pertenencia a la zona del euro ha reducido notablemente las posibilidades de que un determinado gobierno tome decisiones irresponsables en materia de política económica. Las restricciones que la Unión Económica y Monetaria impone a los Estados miembros limita la capacidad de que un determinado gobierno, especialmente en aquellos países sometidos a una menor fiscalización social de la política económica, pueda tomar decisiones no sostenibles, eliminando o al menos reduciendo de forma muy significativa el «riesgo político» de invertir en países pequeños de la zona euro.

5. Diez años de errores en la política monetaria única

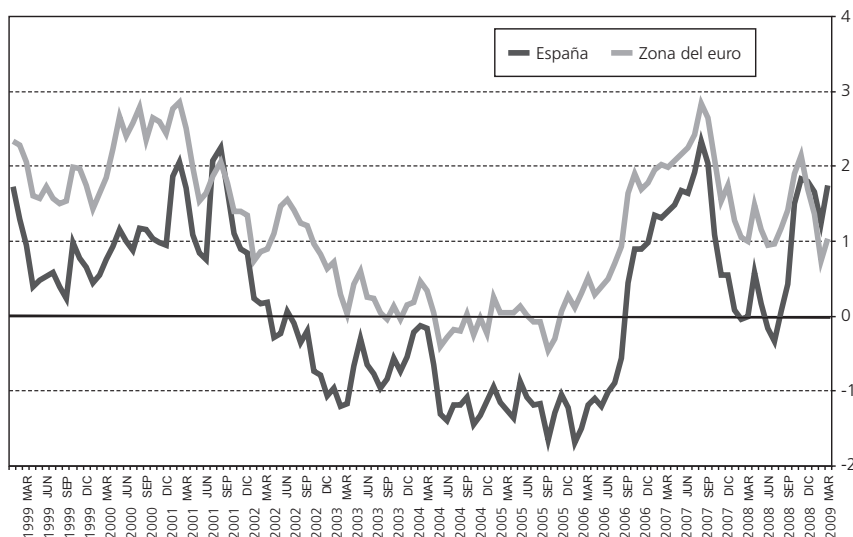
Ya hemos señalado que una crítica muy común a la actuación del Banco Central Europeo, especialmente desde los gobernantes y políticos de izquierda del continente (Schroeder, Royal, Rodríguez Zapatero) aunque no sólo procedente de ellos (Sarkozy, Merkel, Berlusconi), es lo que se etiqueta como «obsesión» de la institución por el control de la inflación, acusándose al BCE de relegar al olvido otros objetivos económicos como el empleo o el

crecimiento y recomendando, en general, una política monetaria más flexible que la decidida por el banco¹⁰. Es importante señalar que esta crítica, referida a la política monetaria puede ser razonable; sin embargo, la crítica, y la discusión y consenso subsiguientes deberían referirse a cómo se definen en el Tratado de la Unión Europea y en el Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea la misión y los objetivos del BCE. A este banco central sólo se le puede criticar en función de cuál es su mandato recibido de los ciudadanos europeos, y ese mandato actualmente es conseguir un incremento moderado del nivel de precios, definido por una inflación ligeramente inferior al 2%. Si existen razones para modificar este objetivo de política monetaria, deberán utilizarse para lograr un consenso que modifique el mandato impuesto al BCE, no para criticar que el BCE cumpla la misión que se le ha encomendado.

Otro aspecto diferente y que, en mi opinión, constituye una importante equivocación del Banco Central Europeo mantenida durante los más de diez años en los que ha estado funcionando, es que en sus análisis sobre las presiones en los precios, especialmente en lo referido al temido efecto de «*second round*» («segunda vuelta») posteriores a incrementos persistentes del precio de las materias primas, ha señalado de forma sistemática el impacto de los salarios como un elemento a vigilar y controlar muy de cerca. Efectivamente, los esquemas de retribución ligados al comportamiento de los precios pueden ocasionar una espiral inflacionista al trasladar aumentos de la inflación de forma inmediata a los costes laborales. Sin embargo, es evidente que para los sueldos y pensiones más bajos este tipo de esquema es absolutamente necesario para mantener un nivel adquisitivo mínimo para quienes obtienen esos magros ingresos. En este sentido, el BCE debería diferenciar claramente entre salarios bajos, que deben estar protegidos de la inflación, y salarios más elevados, cuyo incremento debería estar ligado a aumentos de productividad. Y, aún más importante que esta diferenciación necesaria entre niveles de salario, es resaltar la falta de referencias al comportamiento de los beneficios empresariales a la hora de fijar los precios... Esta ausencia es más significativa cuando se señala que el peso de los salarios en el valor añadido bruto de la producción europea ha descendido varios puntos porcentuales en el conjunto de la zona euro desde 1998 hasta situarse alrededor del 47% del VAB. Está claro, entonces, que aunque los salarios sean un componente importante de los precios, hay otros componentes que no se pueden ignorar y que debieran tener también referencias explícitas por parte del BCE.

¹⁰ En muchos casos estas críticas lindan la vulneración del estatus independiente del BCE, sometiendo a la institución a una tensión política innecesaria.

Un aspecto en el que hay consenso es que los bajos tipos de interés de la zona euro han alentado la creación de la burbuja inmobiliaria en España. Evidentemente, no ha sido responsabilidad del BCE la generación de este boom inmobiliario, pero sí que esta institución ha proporcionado el combustible necesario para que creciera en forma de gran oferta de liquidez. Unido a esto, el diferencial de inflación en España con respecto al resto de Europa ha llevado a la economía española a experimentar en los últimos diez años largos períodos de tipo de interés real negativo, como se puede apreciar en el gráfico 2. Esta situación ha eliminado los incentivos que las familias españolas tenían para ahorrar, provocando que durante varios años la economía española haya tenido una necesidad neta de obtener financiación del resto de los sectores, principalmente el sector exterior¹¹.



Fuente: BCE y elaboración propia.

Gráfico 2

Evolución del tipo de interés real (%) en España y la zona euro, 1980-2009

¹¹ Este comportamiento, normal en una familia dada en un momento de su vida, es muy extraño de manera agregada, y no se había producido antes de 2004. Desde finales de los noventa, la capacidad de ahorro del conjunto de los hogares españoles fue disminuyendo paulatinamente hasta llegar a valores negativos (necesidad de financiación) entre 2004 y 2007.

Otro aspecto criticable de la gestión del BCE ha sido una cierta desidia en el control del sistema financiero, que en la legislación comunitaria compete primordialmente a los bancos centrales nacionales, aunque en el caso de la zona del euro los Tratados abrían la posibilidad de que esta función la asumiera total o parcialmente el BCE. Tras la crisis financiera que hemos padecido, donde han quedado en evidencia las ramificaciones internacionales del sector, parece evidente que los organismos reguladores no pueden ser nacionales, sino que se necesitan unos mecanismos de regulación a nivel europeo. El informe Larosière y las decisiones adoptadas recientemente en la Unión Europea caminan hacia ese objetivo. Sin embargo, podemos pensar que una regulación más estricta a nivel europeo, y la asunción por el BCE de al menos ciertas funciones de supervisión que tienen encomendadas los bancos centrales nacionales, podría haber hecho más fuerte el sistema financiero europeo y haber suavizado los efectos de la crisis.

En una posición ambivalente entre acierto y error podemos situar la política de comunicación del BCE. Por un lado, la explicación inmediata de las decisiones de política monetaria, así como las ruedas de prensa en las que esa labor se somete a escrutinio, han hecho la política monetaria común más transparente y predecible; ambas cualidades se convierten en especialmente necesarias cuando quien toma las decisiones de política monetaria no ha sido elegido directamente por los ciudadanos europeos. Sin embargo, podemos señalar como un fallo del BCE la fraseología enigmática de la que a veces hace gala, intentando a través de cambios de redacción en las frases o por la simple sustitución de algunas palabras no esenciales mandar mensajes a la audiencia (o no, porque muchas veces Trichet niega importancia a esos cambios¹²). En cualquier caso, la política informativa y transparente del BCE es mucho mejor que la política de confusión sistemática y mensajes encriptados que siguió Alan Greenspan durante su mandato en la Reserva Federal, contemporáneo a la política monetaria única durante la mayor parte de la existencia del euro.¹³

Finalmente, una crítica muy común a la actuación del BCE ha sido su reacción frente a la crisis financiera y económica. Tardía en su reacción, tí-

¹² Como ejemplo, recogemos este diálogo en la rueda de prensa posterior a la decisión de política monetaria adoptada el 3 de julio de 2008:

Periodista: [...] You dropped the phrase *«heightened alertness»* – does this mean that we should be able to substitute that in future with the phrase *«strong vigilance»*, and does it mean that the ECB is back in a wait-and-see mode rather than a ready-to-act mode?

Trichet: The fact that we have not mentioned *«heightened alertness»* or *«strong vigilance»* doesn't mean anything. [...] We will communicate in a fashion which, as always, will be clear and permit observers, our fellow citizens and markets to see what we will do.

¹³ Alan Greenspan se ha llegado a vanagloriar de ser capaz de «balbucear con gran incoherencia» (en el original, «mumbling with great incoherente», Greenspan 2006).

mida en su planteamiento y hasta errónea (especialmente, la subida de tipos de interés en julio de 2008). El paso del tiempo ha dejado claro que se minusvaloraron las consecuencias de la crisis financiera en la economía real, y que se actuó frente a riesgos inflacionarios que no llegaron a materializarse; sin embargo, la actuación del BCE no ha sido, en mi opinión, especialmente negativa comparada con la de otros bancos centrales. Presentamos a continuación varios argumentos para sustentar esta opinión:

- En primer lugar, el BCE fue el primer banco central en actuar sobre el mercado monetario, ya en agosto de 2007, intentando combatir las tensiones en este mercado a través de una flexibilización de los requisitos para acceder a liquidez del BCE. Más peligroso que la subida de tipos de interés de un cuarto de punto de julio de 2008 fue que la desconfianza entre entidades financieras hizo que el diferencial entre el tipo de interés del mercado interbancario y el tipo de referencia del BCE¹⁴ se ampliara de forma alarmante hasta alcanzar un máximo histórico de 156 puntos básicos el 13 de octubre de 2008, a raíz de la quiebra del banco americano Lehman Brothers. La magnitud del cambio queda de manifiesto cuando consideramos que el diferencial medio entre estos dos tipos de interés en el período entre enero de 1998 y julio 2007 fue de tan sólo 17 puntos básicos. Debemos recordar asimismo que el tipo del mercado interbancario es la principal referencia para gran número de préstamos a tipo variable, por lo que en la subida en el coste de las hipotecas la crisis de confianza interbancaria fue mucho más relevante que la subida de 25 puntos básicos del BCE en julio de 2008.
- En segundo lugar, la inflación era alta a mediados de 2008 (4% en la zona euro), y con expectativas de mantenerse en valores superiores al objetivo de inflación. La caída súbita del precio del petróleo, y la simultánea depreciación del dólar, hicieron que su valor en euros cayera en septiembre de 2008 a sólo un tercio de su valor en junio. La desaparición inmediata de esta presión sobre los precios, junto a un descenso muy acusado de la demanda, redujeron la inflación mucho más rápido de lo previsto, hasta alcanzar recientemente valores que permiten especular con la posibilidad de que entremos en una situación de deflación.
- En tercer lugar, desde octubre de 2008 hasta abril de 2009 el BCE ha reducido sus tipos de interés en 3.25%, dejando el tipo mínimo de puja en el 1%, mínimo histórico y seguramente punto de agota-

¹⁴ El tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación. Desde el 8 de octubre de 2008 este es el tipo único de las subastas en estas operaciones.

miento de la política monetaria convencional. Simultáneamente, ha aumentado la confianza interbancaria¹⁵, reduciéndose hasta apenas diez puntos básicos el diferencial del tipo de interés del euríbor con respecto al tipo mínimo de puja. Estas acciones han producido una bajada del tipo de interés interbancario dramática, situándolo finalmente en valores muy similares a los norteamericanos, británicos y japoneses.

- En cuarto lugar, la reacción de la Comisión Europea y de los gobiernos a la crisis fue incluso más lenta, dando el paso de lanzar planes de recuperación económica sólo cuando las dramáticas consecuencias de la crisis en términos de empleo y producción eran innegables. Una reacción en el plano de la política fiscal contemporánea a la adopción de medidas de política monetaria y gestión de la liquidez por parte del BCE hubiera sido muy beneficiosa.
- Finalmente, en quinto lugar entre las medidas que ha puesto en marcha el BCE desde el recrudecimiento de la crisis en el sector financiero durante el verano de 2008 se encuentran diversas medidas no convencionales, especialmente de «direct credit easing» o de *relajación de crédito*. Por ejemplo, en agosto de 2008 adoptó la decisión de inyectar liquidez a tipo fijo por un valor de 95.000 millones de euros. En septiembre modificó el sistema de subasta en las operaciones principales de liquidez; alargó el plazo de algunos préstamos al sector bancario hasta los seis meses; y entregó financiación no sólo en euros sino también en otras monedas, como los dólares o los francos suizos. Entre octubre de 2008 y enero de 2009 se redujo el «canal» entre el tipo de la facilidad permanente de crédito y el de la facilidad de depósito. Otras decisiones que el BCE ha adoptado para facilitar la canalización de la liquidez a través del sector bancario hacia las empresas y familias son que los activos financieros susceptibles de ser elegidos como colateral en los préstamos que concede se han incrementado de manera notable, representando en la actualidad un valor total del 130% del PIB de la zona euro; o que los préstamos a los bancos se han incrementado de tal manera que el balance del BCE se dobló desde junio de 2007 hasta octubre de 2008. Por último, también es interesante señalar que el número mismo de entidades de contrapartida

¹⁵ Existe una serie de razones para este comportamiento. A modo no exhaustivo podemos señalar la quiebra de las entidades con mayores problemas; la ayuda estatal para salvar el sector financiero de numerosos países; el paso del tiempo y la llegada de nueva y mejor información sobre las entidades financieras; las decisiones tomadas en relación con el mercado financiero desde el punto de vista regulador (bancos centrales nacionales) y de acceso a la liquidez (BCE).

que operan con el BCE se ha incrementado hasta las 2.200, siendo posible que esta cifra se doblara con relativa facilidad.

6. Conclusiones

Transcurridos más de diez años desde la puesta en funcionamiento de la política monetaria única en un grupo de países de la Unión Europea, la contribución de la misma al desarrollo socioeconómico de los Estados que integran la zona euro ha sido netamente positiva. Naturalmente, en un período de tiempo de diez años, una autoridad monetaria ofrece tanto aciertos como errores: en este artículo hemos pretendido efectuar un repaso crítico de ambos; sin embargo, el efecto económico positivo de los primeros supera con creces al efecto negativo de los segundos.

Entre los éxitos de la política monetaria hay que destacar la baja inflación que ha experimentado la zona euro, con muy reducida volatilidad y bajas expectativas futuras de inflación. Es interesante señalar que este anclaje de la inflación es significativamente mayor al de otras áreas monetarias. Especialmente importante es que este entorno de baja inflación se ha conseguido creando simultáneamente empleo; de hecho, cuando termine la actual etapa de destrucción de empleo ligada a la crisis económica, podemos esperar que las expectativas de baja inflación vuelvan a facilitar la creación de empleo por parte de los empresarios, al reducir los riesgos futuros a los que se enfrentan.

Con respecto a los errores en los que el BCE ha incurrido durante estos diez años, hemos intentado diferenciar entre fallos en su política (como la excesiva fijación en la no indexación de los salarios o la falta de interés por asumir la supervisión del sistema financiero), y las críticas que recibe por sus objetivos o su reacción frente a la crisis.

En este sentido, los argumentos políticos en contra de tener como objetivo principal y prioritario de la política monetaria el control de la inflación, deberían dirigirse a promover un cambio del mandato que los Tratados conceden al BCE; naturalmente, en este debate serán necesarios argumentos académicos contundentes para explicar qué otros objetivos serían mejores. Una consideración diferente merecen la mayoría de las críticas sobre la actuación del BCE en esta crisis financiera y económica (obviando el error ya comentado de la supervisión): la reacción no ha sido tardía (o no mucho) ni débil, y las consecuencias negativas del movimiento al alza de tipos en julio de 2008 palidecen al ser comparadas con el principal problema que afectaba a los ciudadanos europeos endeudados en aquel momento: un diferencial extraordinariamente grande entre el mercado interbancario y el tipo de referencia del BCE.

Bibliografía

- ANDERTON, R., R.E. BALDWIN y D. TAGLIONI (2003): *The impact of monetary union on trade prices*, Working Paper n.º 238, European Central Bank, Frankfurt am Main.
- ALLINGTON N., P. KATTUMAN y F. WALDMAN (2005): «One market, one money, one price?», *Journal of Central Banking*, pp. 73-115.
- AUERBACH, A. y M. OBSTFELD (2005), «The Case for Open-Market Purchases in a Liquidity Trap», *American Economic Review*, Vol. 95, No 1, March 2005.
- BANCO CENTRAL EUROPEO (2008): *Boletín mensual- 10.º aniversario del BCE*, BCE, Frankfurt am Main.
- BEECHEY, M. J., B. K. JOHANNSEN y A. T. LEVIN (2007): «*Are Long-Run Inflation Expectations Anchored More Firmly in the Euro Area than in the United States?*», Board of Governors of the Federal Reserve System, Finance and Economics Discussion Series, 2008-23.
- FEDERAL RESERVE ACT, consultado en www.federalreserve.gov
- GREENSPAN, A. (2007): *The age of turbulence. Adventures in a new world*. The Penguin Press, New York.
- ISSING, O. (2006): *Theory and practice of monetary policy*, discurso celebrado en Frankfurt am Main el 5 de mayo, consultado en www.ecb.eu
- KRUGMAN, P. (1998): «It's Baaack! Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap», *Brookings Papers on Economic Activity*, 1998, (2), pp. 137-87.
- PETROULAS, P. (2007): «The effect of the euro on foreign direct investment», *European Economic Review*, n.º 51, pp. 1468-1491.
- SCHIAVO, S. (2007): «Common currencies and FDI flows», *Oxford Economic Papers*, n.º 59, pp. 536-560.
- ROSE, A. K. (2000): «One money, one market: the effect of currency unions on trade», *Economic Policy*, n.º 30, pp. 7-46.
- SCHELER, H.K. (2006): *The European Central Bank. History, role and functions*, Banco Central Europeo, Frankfurt am Main.
- SMAGHI, L.B. (2009): *Conventional and unconventional monetary policy*, discurso celebrado en Ginebra el 28 de abril, consultado en www.ecb.eu
- TAYLOR, J.B. (1993): «Discretion versus policy rules in practice», *Public policy*, n.º 39, pp. 195-214.
- TRATADO DE FUNCIONAMIENTO DE LA UNIÓN EUROPEA, consultado en www.europa.eu
- TRATADO DE LA UNIÓN EUROPEA, consultado en www.europa.eu
- TRICHET, J.C. (2009): *Ten years of successes and challenges*, discurso efectuado en Osnabrück el 12 de febrero, consultado en www.ecb.eu
- TUMPEL-GUGERELL, G. (2008): *The Euro at ten: Governing the Eurozone in a globalised world economy*, discurso efectuado en Berlín el 8 de diciembre, consultado en www.ecb.eu

Las relaciones euro-dólar: diez años de equilibrio inestable

Francisco Rodríguez Ortiz¹
Profesor de Economía-Universidad de Deusto

Sumario: 1. Introducción: globalización y relaciones monetarias—2. Nacimiento del euro y su depreciación respecto del dólar hasta 2002.—3. 2003-2007: movimientos pendulares del dólar... con tendencia a la depreciación. 3.1. 2003-2005: movimientos irregulares condicionados por la financiación del déficit corriente norteamericano. 3.2. 2006-agosto de 2008: Depreciación del dólar en un contexto de crisis emergente—4. Del derrumbe financiero internacional al relativo debilitamiento del euro.—5. ¿Es viable un sistema monetario internacional poli-céntrico?—6. Conclusión.

Resumen: El euro ha cumplido diez años y ha experimentado importantes oscilaciones respecto del dólar. Según la intensidad de los ciclos económicos, variación de los tipos de interés y desequilibrios en ambas zonas ha tendido a apreciarse o depreciarse. Si bien ha podido contribuir a apaciguar las tensiones inflacionistas internas, no ha logrado actuar como factor de dinamización de la economía de la zona euro. Su valoración futura resulta incierta así como resulta también incierto el papel que desempeñará en la crisis actual y en la eventual configuración de un sistema monetario internacional más simétrico.

Palabras claves: euro, crisis, dólar, crecimiento, competitividad, inflación.

Abstract: *It has been ten years since the Euro was introduced and during that time it has experienced a number of fluctuations with reference to the dollar. Depending on the intensity of the economic cycles, variations in interest rates and imbalances in both areas, it has tended to appreciate or depreciate. Although it may have contributed to easing inflationary pressures within the EU, it has failed to act as a growth factor that made the economy of the euro-zone more dynamic. How the value of the Euro will evolve is uncertain, as is uncertain what its role will be in the present crisis and in an eventual configuration of the international monetary system as more symmetrical.*

Keywords: *Euro, crisis, dollar, growth, competitiveness, inflation.*

¹ frodrig@iee.deusto.es

1. Introducción: globalización y relaciones monetarias

La moneda es una potente herramienta de gestión de las relaciones económicas y un instrumento de poder. Según la ya famosa y provocadora fórmula de John Connally, antiguo Secretario de Estado del Tesoro de Nixon, *«el dólar es nuestra moneda, pero es vuestro problema»*.

El euro ha cumplido 10 años el 1 de enero de 2009, aniversario poco celebrado que se ha producido en el peor escenario económico vivido por la Unión Monetaria Europea (UME) desde su nacimiento. La eurozona ha entrado en recesión y esta situación se prolongará en 2009 y parte de 2010. La crisis actual, que tiene crecientes incidencias monetarias, y pese a que su epicentro primero se hallara en Estados Unidos, golpea con virulencia a la zona euro.

Consecuencia de los diversos planes nacionales de rescate de los sistemas financieros y de las ayudas prestadas a las industrias nacionales, las finanzas públicas están incurriendo en elevados déficit y se están incrementando los niveles de endeudamiento respecto del PIB. Así, por ejemplo, los niveles de déficit de Grecia o de Irlanda superarán el 10% del PIB en 2009 y el de España, dependiendo del comportamiento del empleo y de los estabilizadores automáticos, podría rebasar el 8%. Añadido a ello los temores de algún país de la eurozona, comprometido con los bancos de los países del Este, muy endeudados en euros y con unas monedas que se han depreciado drásticamente, de que la quiebra de alguna economía de los Países de Europa Central y Oriental influya negativamente en los balances de su propia banca. De hecho, los bancos de los países del Este están requiriendo ayudas masivas del Estado, del resto de países de la UE y del FMI. Y, la depreciación de su moneda no actúa ahora como bálsamo vía incremento de las exportaciones, vistas las tendencias recesivas que se han impuesto en la economía mundial. Los desplomes que se están produciendo en la deuda podrían ser el preludio a un caos cambiario que afectaría al euro y estas incertidumbres condicionarán la trayectoria futura de la moneda única que ha vivido su máximo «esplendor» entre finales de 2007 y la primera mitad de 2008. Ahora bien, el horizonte tampoco dista mucho de estar despejado del otro lado del Atlántico, lo cual da lugar a oscilaciones erráticas del euro. Los diversos planes de estímulo económico y de rescate financiero emprendidos en Estados Unidos van a dar lugar a un déficit público equivalente al 12,3% del PIB norteamericano y a una deuda pública que va a superar los 11 billones de dólares (73% del PIB). Y, su tendencia habría de ser ascendente hasta el 2012. Todo lo cual preocupa a los inversores extranjeros, como China, principal acreedor de Estados Unidos y le resta fuerza al dólar como moneda de reserva internacional. De hecho, China está planteando, de forma poco creíble, pasar a una nueva moneda de reserva internacional tipo los Derechos Especiales de Giro (DEG) del FMI.

Así pues, una de las preguntas claves planteadas por este proceso de crisis global consiste en determinar cómo influirá sobre el papel del euro respecto del dólar, moneda que, pese a los desequilibrios de su economía, sigue siendo la principal referencia del inexistente sistema monetario internacional. Pero estimar lo que vaya a ser la valoración del euro respecto del dólar en un horizonte de medio y largo plazo se nos antoja un problema insoluble. Algunas fuerzas juegan a favor de su apreciación y otras dan lugar a tendencias depreciativas. Sin embargo, resulta tanto más necesario establecer un balance del comportamiento del euro a lo largo de estos diez años frente al dólar cuanto que la crisis financiera ha mutado en una profunda crisis económica y es susceptible de derivar en una crisis monetaria, cerrándose el círculo vicioso de las incertidumbres económicas. Además, los temas referidos al tipo de cambio entre grandes monedas adquieren cada vez más relevancia en el marco de la globalización. Las economías abiertas se muestran deseosas de ganar cuotas de mercado y de trasladar parte de sus dificultades a los vecinos vía valoración competitiva de su moneda. Basta para convencerse de ello remitirse a la gestión de su tipo de cambio por parte de las autoridades chinas. Asimismo, las autoridades norteamericanas han tendido a manipular de forma no cooperativa el valor de su moneda en función de sus objetivos internos de política económica y esta divisa sigue siendo, pese al papel ascendente del euro, la moneda central en la facturación de los intercambios comerciales y flujos financieros internacionales. Pero, no obstante, consecuencia de la mayor liquidez de los mercados norteamericanos, la participación del dólar en las reservas de cambio de los bancos centrales ha seguido creciendo entre 1995 y 2005, al igual que ha crecido la del euro, único competidor posible del dólar, si bien su punto de partida era relativamente menor.

Aunque el dólar siga desempeñando un papel preponderante, la economía norteamericana acumula abultados déficit corrientes, que van parejos con déficit públicos, cuya financiación resulta cada vez más problemática.

Participación de las divisas en las reservas de cambio mundiales (en %)

	1995	2000	2003	2005
Dólar	59,0	66,6	65,9	66,5
Yen	6,8	6,2	3,9	3,6
Libra	2,1	2,9	2,8	3,7
Franco suizo	0,3	0,3	0,2	0,1
Euro	16,0	18,8	25,3	24,4

Fuente: FMI. Aglietta, Michel; Berrebi, Laurent: *Désordres dans le capitalisme mondial*, Odile Jacob, Paris, 2007, p. 370.

No está garantizado que pueda seguir financiando dichos déficit escudándose en el papel estelar del dólar, el cual le ha permitido absorber gran parte del ahorro internacional a un coste financiero relativamente bajo. Pero estos desequilibrios y la variación en su financiación (adquieren mayor relevancia las inversiones de cartera de corto plazo y las compras de deuda por parte de los bancos centrales respecto de los flujos más estables de inversión extranjera directa) hacen que el dólar tienda a ser más volátil. Paradójicamente, los riesgos monetarios se están concentrando en la paridad euro-dólar cuando el déficit exterior norteamericano respecto de la eurozona no representa siquiera ni una tercera parte de su déficit total. Si bien el dólar parece estar aún algo sobrevalorado respecto de las divisas de algunos países asiáticos con elevada productividad y abultado excedente corriente, no así respecto del euro que se ve impedido a actuar como elemento de dinamización de la mayor parte de las economías de la eurozona. Así pues, la exigencia de un crecimiento económico mundial más equilibrado pasaría por que el dólar se depreciara respecto de las divisas asiáticas, lo cual le plantea muchos problemas a China, y se apreciara respecto del euro. Ahora bien, siendo relevante la valoración del dólar respecto del euro, su importancia ha de ser relativizada en el marco de la UME. La eurozona ha pasado a ser una economía bastante «cerrada» donde, como ocurre en Estados Unidos, los flujos comerciales con el exterior representan un porcentaje reducido del PIB. De ahí que los movimientos del tipo de cambio produzcan menos efectos sobre las variables macroeconómicas de la zona euro comparados con los que tenían en las economías nacionales europeas más abiertas anteriores a la UME. Asimismo, un debilitamiento del euro, que transmite efectos inflacionistas, lo cual puede ser saludable caso de que las economías europeas se adentren por la senda de la deflación, ayudaría poco a las exportaciones extracomunitarias en una coyuntura caracterizada por una intensa recesión de la economía mundial.

2. Nacimiento del euro y su depreciación respecto del dólar hasta 2002

El dólar se apreció sustancialmente respecto al euro entre 1999 y octubre de 2002. Producto de la relativa atonía económica de la eurozona en relación con Estados Unidos y de sus malos resultados relativos en materia de productividad desde los años noventa, el euro se depreció un 23% en términos nominales respecto del dólar entre enero de 1999 y mayo de 2002. La depreciación fue aún más pronunciada en términos reales. Las reglas rígidas de la constitución económica de la zona euro no parecen haber actuado como factor de dinamización económica relativa. Como apuntan Creel,

Laurent y Le Cacheux², la zona euro es una paradoja institucional: ninguna otra parte del mundo ha desplegado tantos esfuerzos desde los años noventa para edificar unas instituciones económicas eficientes y en ninguna otra parte del mundo desarrollado y emergente, salvo Japón, han sido tan decepcionantes los resultados alcanzados.

La euforia vivida por los mercados en torno a la llamada «nueva economía» propició una fuerte apreciación del dólar que, sin embargo, no se justificaba atendiendo a los diferenciales de inflación y de tipos de interés. Sin embargo, resulta de justicia destacar que el euro había nacido con cierto sobrepeso en términos de costes laborales unitarios expresados en dólares. A principios de 1999, eran superiores en un 25% a los norteamericanos. Así pues, por una parte, igualar la competitividad precio europea y americana aconsejaba que el euro deslizará su tipo de cambio hacia la paridad pero, por otra parte, las evoluciones de las respectivas balanzas de pago por cuenta corriente no avalaban una depreciación tan acusada de la moneda europea. La zona euro seguía manteniendo un saldo corriente excedentario, aunque decreciente, por oposición a la fuerte tendencia al deterioro en Estados Unidos.

Los impulsos de la economía norteamericana han ido asociados a las ganancias de productividad inducidas por la intensificación en capital y en progreso tecnológico de los procesos productivos. Los agentes económicos internacionales se convencieron de que permitían un crecimiento sostenido sin tensiones inflacionistas y apostaron por una apreciación del dólar que pasaba a reflejar el mayor dinamismo relativo de la economía norteamericana. Sin embargo, en contrapartida, la fuerte progresión del consumo interno y de la inversión, superior a la escasa capacidad de ahorro interno norteamericano, impulsada por la revalorización del precio de los activos financieros e inmobiliarios, generaba un importante deterioro de la balanza corriente. La vitalidad del dólar hallaba así su talón de Aquiles en una tasa de ahorro negativa y era tributaria de que prosiguieran las entradas de capitales privados de los no residentes así como las provenientes de los bancos centrales asiáticos.

Así pues, las relaciones dólar/euro invalidaban las prescripciones del modelo teórico referido a los intercambios comerciales, aunque comprensibles atendiendo a los movimientos de capitales que venían inducidos por expectativas de crecimiento y de rentabilidad superiores en Estados Unidos. Los mercados manifestaban un apetito desmesurado hacia los activos en dólares. Así, por ejemplo, los propios flujos de fondos procedentes de Eu-

² CREEL, Jérôme; LAURENT, Eloi; LE CACHEUX, Jacques: «Politiques et performances macroéconomiques de la zone euro», *Revue de l'OFCE*, n.º 102, Presses de Sciences Po, Paris, novembre 2007, p. 252.

ropa, muchos de los cuales bajo forma de inversión extranjera directa, han contribuido a financiar el abultado déficit de la balanza de pagos por cuenta corriente norteamericana y han estimulado la tendencia apreciativa del dólar respecto del euro. Este movimiento empieza a perder fuelle a partir de 2001 y la financiación del déficit corriente norteamericano tiende a fragilizarse a partir de dicha fecha. Así, el importe de los flujos de inversiones extranjeras directas (IED) fue recortado en un 50%³ entre 2000 y 2003 mientras el déficit corriente se seguía deteriorando en un 29%. La financiación del déficit iría evolucionando en beneficio de los activos a corto plazo y de las compras de deuda pública por parte de los bancos centrales, sobre todo asiáticos.

También parece haber jugado a favor del dólar durante este período el hecho de que la economía norteamericana capease mejor las sucesivas crisis de los países emergentes durante la segunda mitad de los años noventa y, como apuntábamos, se benefició de las expectativas favorables generadas por la aplicación de las tecnologías de la información y de la comunicación (TICs) a los procesos productivos permitiéndole crecer a ritmo sostenido frente a la relativa atonía manifestada por las economías europeas.

No cabe duda de que el «*policy-mix*» llevado a cabo por el tandem Clinton-Greenspan ha contribuido más a explicar el crecimiento en Estados Unidos que la tan concurrida flexibilidad del mercado de trabajo. El principal carburante del crecimiento, tanto del lado de la demanda como de la oferta, ha sido una política monetaria acomodaticia, que iba a ser fuente, no obstante, de los desequilibrios y desajustes posteriores. Esta política monetaria ha ido acompañada por una política presupuestaria que ha liberado recursos para la inversión privada y ha contribuido a mantener bajos los tipos de interés a largo plazo. El mayor crecimiento potencial de Estados Unidos y unos beneficios crecientes de las empresas norteamericana han empujado a una fuerte apreciación del dólar entre 1999 y la primera mitad de 2002 y le han permitido financiar sus déficit gemelos con nula prima de riesgo país.

Así pues, el abultado debilitamiento del euro hasta mediados de 2002, pese a que la política monetaria del BCE fuera más restrictiva, parece hallar su causa principal en el mayor atractivo para las inversiones a largo plazo del área del dólar. En cuanto a la depreciación del euro, corregía parte de la sobrevaloración que había acompañado su alumbramiento y tampoco desagradaba a los países centrales de la eurozona, tanto menos

³ Los flujos de IED son considerados el colesterol bueno de los movimientos internacionales de capitales. Son más estables y muestran mayor grado de compromiso con la situación económica general del país receptor. Contribuyen a reforzar el tejido productivo y a difundir las innovaciones tecnológicas.

que no transmitía efectos inflacionistas significativos al ser bajos entonces los precios de las principales materias primas. Ahora bien, muchos políticos y economistas norteamericanos empezaron a mostrarse incómodos con la política del dólar fuerte al entender que actuaba como un escollo para una recuperación más sostenida de la economía norteamericana y ahondaba en el deterioro de las cuentas externas, si bien han de ser matizados los datos referidos al incremento del déficit exterior norteamericano ya que una tercera parte de dicho incremento proviene del comercio de las empresas norteamericanas con sus propias filiales extranjeras en lo que forma parte de una estrategia de deslocalización y de valorización global del capital. Aún así, las autoridades políticas norteamericanas empezaban a no ver con malos ojos una depreciación del dólar que frenara las deslocalizaciones industriales y contribuyera a sostener la actividad y crear más empleo en suelo norteamericano.

3. 2003-2007: movimientos pendulares del dólar... con tendencia a la depreciación

3.1. 2003-2005: movimientos irregulares condicionados por la financiación del déficit corriente norteamericano

Tras el pinchazo de la burbuja tecnológica y los acontecimientos de septiembre de 2001, la Reserva Federal norteamericana profundizó en la bajada de los tipos de interés para evitar que la economía cayese en la deflación. Los tipos de interés reales pasaron a ser negativos y los inversores extranjeros se empezaron a mostrar más renuentes a financiar un déficit corriente ascendente, que rebasaba el 6,2% del PIB en 2005. La administración norteamericana se inclinó por favorecer una depreciación del billete verde, que mermaba el valor de la deuda contraída, como solución parcial al deterioro del desequilibrio exterior, el cual derivaba en primer lugar del mayor dinamismo de la economía que provocaba flujos crecientes de importaciones. Sin embargo, los efectos reales de la depreciación sólo podían ser marginales. En efecto, las elasticidades precio del comercio exterior son demasiado débiles y la corrección de este desequilibrio suele requerir una inversión de los ritmos de crecimiento de Estados Unidos respecto del resto del mundo. La amplitud del déficit corriente norteamericano era de tal envergadura que una leve depreciación del dólar no bastaría. Consecuencia del proceso de deslocalizaciones manufactureras y del recrudescimiento de la competencia de los países emergentes, que desembocan en una pérdida de cuotas de mercado no compensada por la tendencia a la mundialización de los servicios inducida por las nuevas tecnologías, es que

una depreciación suave del dólar pierda eficacia en su labor de reabsorción de los desequilibrios.

«Debido a estos cambios estructurales en la especialización internacional, la sensibilidad de las importaciones y de las exportaciones americanas a la depreciación del dólar es débil. Por contra, la sensibilidad de las importaciones al crecimiento de la demanda interna y la sensibilidad de las exportaciones al crecimiento de la demanda en el resto del mundo son elevadas. La bajada del dólar ha dejado de ser eficaz para reabsorber el desequilibrio de la balanza de pagos, sobre todo si es unilateral y general. Dada la incapacidad demostrada de la zona euro para promover un crecimiento autónomo, la apreciación del euro dificultaría aún más la recuperación económica en Europa o, incluso, la abortaría. La situación prevaleciente en Asia es más compleja al coexistir países en crecimiento elevado (China, Corea, Malasia) con países que tienen dificultades para salir de la deflación y del estancamiento económico (Taiwán, Singapur, Hong-Kong). En cuanto a Japón combina la persistencia de la deflación con una recuperación alentadora de la actividad económica, aunque aún poco consolidada»⁴.

Así pues, difícilmente será contrarrestada la tendencia a la desindustrialización norteamericana, salvo en la alta tecnología, por una depreciación del dólar ya que son bajas las elasticidades del comercio exterior respecto del tipo de cambio real. Para Aglietta, el retorno a un cierto equilibrio de la balanza comercial norteamericana sólo podía provenir de una contracción sostenida de su demanda interna, lo cual habría incertidumbres para la sostenibilidad del crecimiento del resto del mundo. El ajuste del desequilibrio ahorro/inversión de Estados Unidos parecía pasar por una ralentización del crecimiento estadounidense y un repunte de la demanda interna en Europa y, más aún, en Asia.

«En el estado actual de la estructura del comercio internacional, el ajuste requiere ante todo una fuerte contracción de las importaciones, por lo tanto de la demanda interna. Se necesita pues una inflexión de la política económica en un sentido restrictivo. Lo cual significa que una de las ventajas cruciales de la divisa-clave ha desaparecido. Para que este cambio necesario de orientación no produzca una recesión, los Estados Unidos han de contar con la cooperación del resto del mundo. Sin embargo el entorno político no se presta a ella»⁵.

⁴ AGLIETTA, Michel: «L'économie américaine au fil du rasoir», en: Chevalier, Jean-Marie; Mistral, Jacques: *La raison du plus fort*, Robert Laffont, Paris, 2004, p. 31.

⁵ AGLIETTA, Michel: «L'hégémonie du dollar peut-elle être contestée?», in: CEPII: *L'économie mondiale 2006*, La Découverte, Paris, 2005, p. 62.

La corrección del déficit exterior norteamericano vía tipo de cambio resultaba tanto más ardua de alcanzar cuanto que los países asiáticos, más volcados hacia la exportación y con escaso mercado interno, se han opuesto a que se apreciara su moneda y sus bancos centrales han tomado el relevo de los inversores privados para absorber los dólares emitidos en contrapartida de los déficit gemelos norteamericanos, lo cual frenaba la intensidad del proceso de depreciación del dólar pese a ser la primera potencia económica y financiera el principal deudor mundial. Así, en lugar de favorecer el sistema monetario internacional una transferencia del ahorro de los países centrales hacia los países emergentes, estimulaba una canalización del ahorro del resto del mundo hacia Estados Unidos para financiar el consumo a crédito del país más rico del planeta. Estos procesos ya hacían planear el riesgo de una crisis financiera y monetaria global y erigían a las economías asiáticas en general, y a China en particular, en un polo determinante de estabilidad de las finanzas internacionales. Obviamente, en la medida en que el dólar es la principal moneda de referencia del sistema monetario internacional, Estados Unidos y sus agentes económicos no padecen las mismas restricciones de financiación que los demás países y, precisamente, la insostenibilidad financiera de los déficit pasaría a ser manifiesta si se produjera una crisis de credibilidad del dólar que llevase a los acreedores internacionales, privados y públicos, a dejar de absorber más deuda estadounidense. Además, según Artus⁶, la situación norteamericana era preocupante puesto que la parte más significativa del déficit exterior norteamericano provenía del sector público. En Japón, por el contrario, aun siendo más abultado el déficit público, no hacía sino compensar el exceso de ahorro privado. Su idea es que los déficit públicos no son justificables cuando no compensan un exceso de ahorro privado. Así pues, si se pasaban a valorar los desequilibrios reales de la economía norteamericana, se podía producir una estampida ante el dólar, la cual únicamente podría ser atajada subiendo los tipos de interés, lo cual impactaría tanto más negativamente en el consumo y la inversión cuanto que se habían generalizado las compras a crédito. De hecho, hasta que no estalló la crisis hipotecaria y financiera, el mayor temor de la economía mundial radicaba en que una crisis de financiación del déficit corriente norteamericano acarrase más temprano que tarde una crisis del dólar que colocara al mundo al borde del precipicio de una crisis monetaria y financiera.

Al final, las autoridades y los mercados alimentaron el debilitamiento del dólar para que las exportaciones pudiesen tomar el relevo parcial de un consumo privado excesivo financiado con endeudamiento. Se pretendía

⁶ ARTUS, Patrick: «La prospérité à crédit», en: Chevalier, Jean-Marie; Mistral, Jacques: *La raison du plus fort*, Robert Laffont, Paris, 2004, pp. 48 y ss.

que el crecimiento norteamericano fuera más equilibrado y sostenible, tanto más cuanto que una depreciación controlada y mantenida en límites estrechos tiene como «ventaja» abaratar el precio de los activos norteamericanos y facilita pues el drenaje hacia Estados Unidos de los capitales necesarios para financiar su déficit corriente. Pero, ¿qué efectos surtía esta depreciación sobre el euro y la economía de la eurozona? La apreciación del euro en un marco de tendencia al encarecimiento del precio del crudo y principales materias primas contribuía a apaciguar las presiones inflacionistas y si la inflación era mantenida dentro de los márgenes elegidos por el BCE, éste se manifestaba más proclive a no endurecer su política monetaria. De hecho, los tipos del BCE iban a permanecer en el 2% entre 2003 y diciembre de 2005, lo cual iba a alimentar la expansión de burbujas financieras e inmobiliarias en varios países europeos. La contrapartida a esta apreciación del euro estribaba en que ahondaba en la atonía de la mayor parte de las economías de la zona euro que habían de soportar en solitario el peso del ajuste a la baja del dólar toda vez que las autoridades chinas y japonesas descartaron una apreciación de su moneda. Así, el dólar se iba a depreciar en un 60% desde sus máximos de octubre de 2000 y su valoración de principios de 2005 (1,36 dólares por euro). Pero la apreciación del euro tampoco producía efectos simétricos en las varias economías europeas. Tendía a perjudicar relativamente menos a aquellos países especializados en productos de alta tecnología y de demanda elevada, menos sensible a los incrementos de precios, respecto de las economías especializadas en producciones más banalizadas. Así, mientras Alemania revalidaba su puesto de primera potencia exportadora mundial, el déficit corriente español ya se disparaba por encima del 7,3% del PIB en 2005.

Sin embargo, temerosas de los efectos inflacionistas asociados a su depreciación, que estaban llevando la Fed a endurecer de forma significativa desde junio de 2004 el sesgo de su política monetaria, las autoridades norteamericanas propiciaron un cambio de rumbo, que se reflejaría en una tendencia a la apreciación del dólar a partir de la segunda mitad de 2005. La revalorización de la moneda norteamericana respecto del euro resultaba tanto más factible cuanto que Estados Unidos gozaba de un mayor dinamismo económico, de mayores ganancias de productividad y, además, brindaba a los inversores europeos un diferencial de interés y expectativas de revalorización del precio de los activos adquiridos. Esta apreciación del dólar no fue más profunda y resultó transitoria porque los inversores internacionales seguían manteniendo muchas dudas en torno a los desequilibrios norteamericanos y su financiación y no descartaban que las tendencias de fondo del dólar fueran depreciativas largo plazo, tanto más cuanto que los tipos de interés habrían de elevarse en la eurozona en cuanto la coyuntura económica presentara signos de mejoría.

3.2. 2006-agosto de 2008: Depreciación del dólar en un contexto de crisis emergente

A partir de 2006, las autoridades norteamericanas, pese a propagar a los cuatro vientos que defendían un dólar fuerte «según condiciones de mercado», iban a favorecer una fuerte depreciación del dólar, la cual se agudizó aún más en 2007 debido al deterioro de las expectativas de crecimiento de una economía muy tocada por el colapso del mercado inmobiliario y el tensionamiento de las condiciones crediticias. La crisis de las «*subprime*» obligó a la Fed a modificar la orientación de su política. Hubo de proceder a recortes abultados de sus tipos de interés que precipitaron las tendencias depreciativas del dólar. Como apuntara Philippe Ithurbide⁷, el manejo de la política monetaria por parte de la Fed se tornaba más difícil toda vez que se veía confrontada al dilema de dar continuidad a un crecimiento desequilibrado o, por el contrario, crear las condiciones para un aterrizaje suave de la economía, siempre que fuera posible y no fuera ya demasiado tarde, que diese lugar a la reabsorción de los muchos desequilibrios que se habían ido acumulando.

«La elección de la Fed, obvia hace cuatro años (dejar que el dólar se depreciara y favorecer el crecimiento), es ahora mucho más compleja. ¿Se ha de seguir privilegiando el crecimiento, o se ha de conceder prioridad a la reabsorción de los déficit, al restablecimiento del ahorro doméstico, a la lucha contra la inflación y al apaciguamiento del mercado inmobiliario?».

El estallido de la crisis hipotecaria y financiera en Estados Unidos iba a propiciar unos comportamientos dispares de la política monetaria norteamericana y europea, que iban a alentar la tendencia a la depreciación del dólar respecto del euro. La Fed, al ser Estados Unidos el centro de la crisis, iba a erigirse en principal fuerza de gestión de dicha crisis e iba a tener una política más activa y anticíclica que la del BCE. Así, iniciaría el proceso de bajada de sus tipos de intervención en septiembre de 2007 mientras que el BCE, que venía anunciando que los iba a incrementar para adelantarse a eventuales efectos inflacionistas de segunda ronda, se acomodaba en el inmovilismo y se conformaba con mantenerlos en el 4%. Procedería incluso, movimiento sorprendente e irresponsable, a subirlos hasta el 4,25% en julio de 2008. La agravación de la recesión económica le obligaría, no obstante, a dar marcha atrás a partir de septiembre de 2008, tras haber perdido algo más de un año. Las autoridades europeas pensaron, erróneamente, que iban a permanecer relativamente inmunes a una crisis cuyo epicentro se ha-

⁷ ITHURBIDE, Philippe: «La magie de Greenspan: réalité ou vue de l'esprit?», *Alternatives Économiques, Économie politique*, n.º 29, Paris, 1.º trimestre 2006, p. 47.

llaba en Estados Unidos y, consecuencia de lo que pensaban ser posicionamientos distintos en el ciclo económico y de la propia independencia de objetivos atribuida al BCE, la política monetaria de la Fed y la del BCE iban a seguir caminos opuestos. La Fed percibió de forma temprana que la crisis de los sectores inmobiliario y financiero se iba a trasladar a la economía real vía contracción del consumo, paro, desendeudamiento y mayor restricción crediticia y anticipó que la propia desaceleración económica iba a propiciar una remisión de la inflación y una caída del precio de las materias primas. Estos movimientos encontrados de los tipos de interés, con recortes en Estados Unidos y tendencias alcistas en Europa, iban a darle más alas al euro que alcanzaría su cotización máxima respecto del dólar y del yen a partir de septiembre de 2007; niveles luego rebasados casi a diario. En realidad, la Fed, conciente de que se estaban generando burbujas que dificultarían un aterrizaje suave de la economía, ya se decantó a partir de diciembre de 2006 por considerar como riesgo mayor el endurecimiento de las condiciones de crédito respecto de hipotéticos deslices inflacionistas, lo cual la llevó a ver con buenos ojos un nuevo debilitamiento del dólar que estimúlase las exportaciones y supliese parcialmente la debilidad de los componentes internos de la demanda aunque era conocida de que las oscilaciones del tipo de cambio del dólar respecto del euro no iban a producir muchos efectos sobre el desequilibrio externo norteamericano ya que el crecimiento de la demanda interna de productos industriales estaba siendo satisfecho de forma creciente por importaciones provenientes de los países asiáticos.

En contra del ajuste incipiente en la economía norteamericana, las economías de la eurozona aún mantenían en 2007, si bien con tendencia al deterioro, el dinamismo iniciado en 2006. De ahí la actitud más cauta de un BCE que, obsesionado por la inflación coyuntural asociada al repunte del precio de las materias primas, fue incapaz de anticipar la intensidad de la crisis. Consecuencia de ello fue la tendencia creciente a una excesiva apreciación de euro que, a la vez que contenía las presiones inflacionistas, para gozo del BCE, contribuía a lastrar el dinamismo del sector exterior en un momento en el que los componentes de la demanda interna mostraban signos obvios de debilidad. Asimismo, la fuerte apreciación del euro contribuyó a impulsar los procesos de deslocalización industrial de las inversiones de la zona euro hacia el área dólar para ganar competitividad. Un ejemplo paradigmático de ello fue la deslocalización parcial de Airbus hacia Estados Unidos. El euro fuerte reforzaba, salvo en el caso alemán, la tendencia a la desindustrialización de las economías europeas.

Estas eran las tendencias estructurales de fondo sobre las que se basaba la vitalidad de la moneda europea, la cual se vio impulsada también en lo coyuntural por el hecho de que China y la mayor parte de los países asiáticos, los países productores de petróleo y Rusia estaban apostando por una

mayor diversificación de sus reservas, aunque habrían de actuar con cautela ya que una radicalización de sus movimientos contra el dólar produciría un desplome de éste y una fuerte erosión del valor de sus reservas en dólares. Además, todos sabían que una excesiva apreciación del yuan respecto del dólar lastraría la competitividad de las exportaciones chinas y comprometería la continuidad de su programa de modernización económica al carecer de suficiente demanda interna. Así, el euro no se apreció más respecto del dólar, moneda que en 2007 ya estaba infravalorada en términos de paridad de poder adquisitivo respecto del euro, porque siguieron las compras de activos en dólares por parte de los principales países asiáticos.

Sin embargo, aun cuando el euro había rebasado su precio de equilibrio respecto del dólar, su apreciación no ha perjudicado tanto a Alemania cuya competitividad depende menos de la evolución de los precios relativos en contra de lo que ocurre en las economías más especializadas en productos banalizados de menor valor añadido.

«La apreciación de la moneda constituye un factor de asimetría, por lo tanto de divergencia añadida en el seno de la zona euro, puesto que ventaja fundamentalmente a los exportadores alemanes: la elasticidad precio de las exportaciones alemanas es débil, mientras que, producto de las deslocalizaciones, sus importaciones de bienes intermedios y de componentes son cada vez más importantes. Sacan provecho de un euro fuerte»⁸.

Así, no sólo las autoridades comunitarias no han sabido aprovechar el régimen de tipos de cambio flotantes para transformar el euro en una herramienta de mejora de la competitividad, sino que el BCE se había adueñado del tipo de cambio para satisfacer el logro de su objetivo antiinflacionista y, en la medida en que era alcanzado dicho objetivo, tendía a mejorar la credibilidad de la moneda europea y, por lo tanto, se profundizaba en su apreciación. Así, Jérôme Creel, Éloi Laurent y Jacques Le Cacheux podían referirse al rapto de la política del tipo de cambio por parte del BCE.

«El BCE sólo se decide llevar a cabo una política del tipo de cambio, que no es sino la continuidad de su política monetaria mediante otros medios, únicamente cuando la evolución del tipo de cambio amenaza la tasa de inflación. La política de cambio de la zona euro bajo la batuta del BCE es pues residual, unívoca y asimétrica. Sin embargo, los Tratados Europeos establecen que se trata de una competencia compartida y que incumbe al poder político definir los objetivos»⁹.

⁸ ARTUS, Patrick; Virard, Marie-Paule: *La globalisation: le pire est à venir*, La Découverte, Paris, 2008, p. 133.

⁹ CREEL, Jérôme; LAURENT, Éloi, LE CACHEUX, Jacques: «La politique de change de la zone euro ou le hold-up tranquille de la BCE», *Revue de l'OFCE*, Presses de Sciences Po, Paris, janvier 2007, p. 13.

Ahora bien, la relativa fortaleza contraproducente del euro desde el punto de vista económico no sólo se debía a una gestión desafortunada del BCE sino que derivaba de los propios deméritos del dólar en un contexto en el que la economía central del capitalismo se adentraba en la recesión sin lograr siquiera superar sus desequilibrios económicos. Producto de lo que es el sistema monetario actual y de su propia debilidad institucional, la eurozona ha de asumir con demasiada frecuencia las consecuencias económicas provenientes de unas decisiones de política monetaria y económica externas a su ámbito de decisión. Así, según Fitoussi:

«Nuestra moneda volverá a depreciarse cuando... el gobierno norteamericano así lo decida. Acusamos las estrategias de cambio de otras regiones del mundo que determinan el valor de nuestra moneda, cuando podríamos liberarnos de esas trabas para lograr que el tipo de cambio del euro fuera más coherente con las necesidades de la economía europea»¹⁰.

Pero el margen de maniobra de las autoridades norteamericanas tampoco era ilimitado. ¿Sería capaz la economía norteamericana de atraer suficiente capital extranjero para financiar su déficit corriente si el dólar se depreciaba de forma desordenada? De solución aparente a la resolución de los desequilibrios externos, la depreciación podría transformarse en elemento añadido de crisis. Aunque, por relevante que fuera dar continuidad al proceso de compra de activos de deuda por parte de las autoridades asiáticas, más eficaz habría resultado para la sostenibilidad del crecimiento mundial que hubiesen reorientado su crecimiento hacia la demanda interna y aceptado una apreciación de su moneda.

4. Derrumbe financiero internacional y oscilaciones del euro

La agudización de la crisis financiera a partir de septiembre de 2008 iba a propiciar una depreciación aparentemente paradójica del euro. Tras alcanzar sus máximos respecto del dólar a mediados de abril de 2008 (1,59 dólares), el euro iniciaría un proceso irregular de retroceso que le colocaría en una relación de cambio similar a la de 2005. Así, alcanzaría un cambio de 1,24 dólares en marzo de 2009. En lo estructural, el dólar parecía recuperar su papel tradicional de moneda refugio una vez se convencieron los mercados que Europa, privada de un directorio económico y político único, se encaminaba inexorablemente hacia la recesión y serían incapaces sus economías de articular una estrategia anticrisis coordinada que atenuara las dificultades de sus entidades financieras y, primando las iniciativas naciona-

¹⁰ FITOUSSI, Jean-Paul: *La politique de l'impuissance*, Arléa, Paris, 2005, p. 70.

les de tinte competitivo, suavizara el deterioro que se iba a experimentar en los mercados de trabajo de los varios Estados miembros. Los mercados pasaron a anticipar que al final la crisis podía ser más profunda y duradera en Europa, privada de estructuras federalizantes, que en Estados Unidos. Europa está demostrando ser estructuralmente débil en tiempos de crisis y se ha quedado corta tanto en lo fiscal como en lo monetario respecto del activismo decidido de las autoridades norteamericanas. El grado de compromiso de la política monetaria y de la política de estímulo fiscal con el crecimiento ha sido el aspecto que más ha diferenciado los dos grandes bloques económicos en la gestión de esta crisis, si bien los europeos argumentan, con razón, que siendo más moderado su paquete de estímulo público y no rebasando en efecto, de forma directa, el 2% del PIB, esa partida sólo se refiere al gasto discrecional. Sin embargo, producto del mayor desarrollo del Estado del bienestar, la cobertura social por contingencias económicas está mucho más desarrollada que en Estados Unidos. Así, los países europeos entienden que el juego de los estabilizadores automáticos derivados del mayor Estado del bienestar ya derogan las reglas de estabilidad fiscal esbozadas por la Unión Monetaria y que un esfuerzo discrecional añadido comprometería la estabilidad a medio y largo plazo de las finanzas públicas. Aunque es cierto que Europa goza de unas redes de seguridad social que le permiten amortiguar los efectos del derrumbe económico, pese a echar mano de un menor activismo macroeconómico, «estos «*estabilizadores automáticos*» no son un sustituto de la acción positiva» como subrayara Krugman¹¹.

«¿Significa todo esto que Europa cometió un error al permitir una integración tan estrecha? ¿Significa, en concreto, que la creación del euro fue un error? Tal vez. Pero Europa todavía puede demostrar que los escépticos se equivocan, si sus políticos empiezan a dar muestras de una mayor capacidad de liderazgo. ¿Lo harán?»¹².

Pero la tendencia depreciativa del euro era demasiado marcada y la demanda de dólares demasiado elevada como para poderse explicar la apreciación reciente del dólar únicamente como producto de unas carencias institucionales europeas que, siendo ya sobradamente conocidas, no impidieron una apreciación del euro en la fase anterior como tampoco impiden lo que parece ser una nueva tendencia a su apreciación desde abril de 2009. En lo coyuntural, las restricciones de crédito en Estados Unidos han empujado a las multinacionales norteamericanas a repatriar dólares para obtener liquidez de sus filiales. Asimismo, el BCE iba a tener que desandar lo caminado e iniciar, con un año de retraso respecto de la Fed, un proceso de re-

¹¹ KRUGMAN, Paul: «¿Qué le pasa a Europa?», *El País-Negocios*, 22 de marzo de 2009.

¹² *Ibidem*.

baja de sus tipos de interés y la fuerte demanda de dólares en todo el mundo obligó a la Fed a firmar acuerdos con varios bancos centrales que habían de rescatar bancos nacionales europeos con una exposición mayor de lo previsto a activos en dólares con problemas. Todo lo cual contribuía a una revalorización del dólar.

Pero, como corresponde a momentos de fuerte incertidumbre, los movimientos apreciativos del dólar no están resultando lineales. En efecto, ciertos factores apuntan a su apreciación futura respecto del euro y otros factores, no menos concluyentes, alimentan tendencias depreciativas. Así, iba a actuar como condicionante potente, la valoración hecha por los mercados a partir de mayo de 2009 del impacto de los diversos planes nacionales de rescate económico y financiero. Pasada la primera fase de pánico, se pasaba a estimar no sólo su capacidad para sacar a la economía de la recesión sino también sus costes financieros futuros y eventual impacto sobre la inflación cuando se recupere la economía. Asimismo, el dólar ha experimentado una nueva depreciación frente al euro a partir de abril-mayo de 2009 toda vez que la Fed ha ahondado a partir de marzo en su política de expansión cuantitativa de su base monetaria para rescatar al sistema financiero mediante la compra a bancos de activos más o menos tóxicos basados en títulos hipotecarios y Bonos del Tesoro.

Así, habiendo imprimido dinero a gran velocidad Estados Unidos, a un ritmo muy superior al de Europa, estando acumulando abultados déficit y deuda pública y abriéndose dudas sobre su pronta recuperación, no parece descartable una depreciación controlada del dólar en un horizonte temporal de dos o tres años, la cual no sólo estimula las exportaciones sino que erige también, vía encarecimiento del precio de las importaciones, un frágil dique de contención contra la deflación. La Fed está intentando estructurar la política monetaria y cambiaría de forma que cuando se produzca la recuperación económica sea más intensa y resulte lo más favorable posible para la consolidación de las finanzas públicas. Por el contrario, una excesiva apreciación del euro, que podría verse favorecida por el hecho de que el BCE no va a recortar más los tipos de interés y no va a optar por comportamientos más heterodoxos potencialmente inflacionistas a largo plazo, entorpece un mayor dinamismo económico de la zona euro, tanto más cuanto que profundiza en las tendencias deflacionistas, y, consecuencia de ello, dificulta la consolidación de las cuentas públicas. De confirmarse la apreciación del euro, sus efectos serán no obstante diferentes según los sectores de actividad puesto que aquéllos muy consumidores de bienes intermedios importados facturados en dólares pueden salir incluso beneficiados.

Pero tampoco está gravado sobre piedra que la apreciación de la moneda europea vaya a ser inevitable. Por una parte, juega en contra de su apreciación el deterioro de las expectativas económicas de la zona euro que,

según el FMI, tendrá un crecimiento negativo del 4,2% en 2009 y, por otra parte, las disciplinas presupuestarias, que tanto habían contribuido a asentar la credibilidad del euro, han saltado por los aires en la mayor parte países de la zona euro. Los planes de estímulo presupuestario de los diversos Estados, combinados con la caída de ingresos asociada a la recesión, llevarán los déficit públicos por encima del 4% en 2009, sin llegar, no obstante, a acercarse siquiera (salvo Irlanda y España) al nivel de déficit público norteamericano. Además, la valoración futura del euro puede verse afectada negativamente por las incertidumbres económicas, financieras y monetarias que afectan a los PECO, potenciales candidatos a pertenecer a la zona euro. Estos países tienen un sistema bancario particularmente débil y se han endeudado en euros y otras divisas «fuertes» con lo cual, al desplomarse sus monedas nacionales, se ha disparado su deuda. Los bancos europeos, que se habían lanzado a comprar bancos locales en la zona de mayor crecimiento de Europa, tienen un elevado grado de exposición (más del 85% de los préstamos a dichos países) que debilita su propio balance. La pronta entrada de estos países en la zona euro, pese a no cumplir con los criterios de disciplina económica y presupuestaria, minaría la credibilidad del euro y provocaría probablemente su depreciación frente a las principales divisas. Este proceso podría derivar, si está mal encauzado, en un incremento de las primas de riesgo país exigible a las diversas economías europeas, tanto más pernicioso cuanto que se han incrementado de forma significativa los niveles de déficit y de deuda.

El movimiento del tipo de cambio euro-dólar ha alcanzado una gran volatilidad. Se caracteriza por un equilibrio inestable y se puede anticipar que las tendencias futuras vendrán más marcadas por expectativas de recuperación económica relativa que por oscilaciones relativas de los tipos de interés o movimientos de las balanzas corrientes. Las valoraciones monetarias son llamadas a ajustarse en este período de fuertes incertidumbres económicas a los determinantes estructurales de los dos grandes bloques económicos. Así es como, en mi opinión, pese a las incertidumbres vigentes en torno a los desequilibrios de la economía norteamericana y a su financiación, unas perspectivas de más rápida e intensa salida de crisis para dicha economía respecto de las europeas podría propiciar una tendencia apreciativa del dólar.

Ahora bien, como apuntara Wolfgang Münchau¹³:

«Sabemos que en un mundo de desequilibrios globales y grandes movimientos mundiales de capital, la teoría económica es prácticamente

¹³ MÜNCHAU, Wolfgang: «Una teoría para la crisis», *Política Exterior*, n.º 127, Madrid, enero-febrero 2009, p. 65.

inservible a la hora de predecir los tipos de cambio bilaterales. Pero la teoría económica nos ha ayudado a comprender algunos aspectos importantes de los tipos de cambio. Gracias al modelo de Rudiger Dornbush sabemos que excederse del tipo de cambio establecido no es la consecuencia de un defecto psicológico de los operadores, sino un hecho perfectamente natural en un mundo en el que el precio de las mercancías no se ajusta de una manera perfecta».

5. ¿Es viable un sistema monetario internacional policéntrico?

¿Significa el hecho de que la globalización esté dando lugar a una nueva redistribución del poder económico en el mundo, con la irrupción de nuevos protagonistas, que el sistema monetario internacional haya de ser multipolar? Y, producto del debilitamiento de la economía y moneda norteamericanas, ¿resultaría viable un sistema más policéntrico? ¿Seremos capaces de crear una estructura de reglas y prácticas similares a las de Bretton-Woods, si bien con un peso atenuado del dólar, o apostaremos por un modelo monetario atomizado, escasamente cooperativo a nivel internacional?

Bajo la aparente homogeneidad de la globalización económica se oculta un mundo complejo en el que la hegemonía de Estados Unidos tiende a ser cuestionada por la existencia de la propia Europa y, más aún por el papel creciente de China. El peso económico relativo de Estados Unidos en el PIB mundial tiende a ser recortado en beneficio de Europa y de los llamados países emergentes¹⁴. ¿Serán capaces estos bloques regionales de impulsar unas políticas económicas y monetarias acordes con sus intereses específicos y articular una vertebración menos asimétrica del Sistema Monetario Internacional? Así, por ejemplo, China y Rusia aprovechan las grietas abiertas por la crisis financiera y económica en las principales potencias para reclamar, de forma propagandística, la creación de una divisa internacional. China posee las mayores reservas en divisa extranjera del mundo y tiene en su haber más bonos estadounidenses que ningún otro país¹⁵.

Está claro que si las autoridades chinas redujeran sus compras de deuda americana, se produciría, *ceteris paribus*, una depreciación abultada del dólar. Cualquier cambio drástico en la composición de la cartera de deuda del

¹⁴ Brasil, Rusia, India y China ya representan en la actualidad más del 16% del PIB mundial, lo cual no significa que la tendencia haya de ser irreversiblemente ascendente ya que su propio dinamismo depende del de Estados Unidos y, en menor medida, del de Europa.

¹⁵ Tiene 1.940.000 millones de dólares en reservas frente al billón de Japón y a los 380.000 millones de Rusia o 290.000 millones de Taiwán y 200.000 millones de Corea del Sur. En materia de bonos estadounidenses, detenta unos 740.000 millones de dólares. Japón tiene unos 635.000 millones y los países de la OPEP detentan en torno a 187.000 millones.

Banco Central chino, preocupado por la tendencia a la depreciación del dólar de estos últimos años y el recorte de rentabilidad de los activos de Estados Unidos así como por la evolución real del importe de deuda de entidades con garantía del Estado como Fanny Mae, Freddie Mac, etc..., surtiría efectos profundos sobre el tipo de cambio de la moneda norteamericana y los tipos de interés.

Que la moneda norteamericana no se deprecie de forma más radical requiere pues que los acreedores de la economía norteamericana sigan mostrándose dispuestos a aceptar dólares. Pero, si China vende un 10% de sus títulos y ello acarrea una depreciación del dólar del 20%, el valor del 90% restante de sus activos se depreciaría en esa misma proporción. En la actualidad es tal la importancia de la deuda contraída por Estados Unidos que los países asiáticos no pueden disparar contra el dólar sin disparar también contra sus propios intereses. El acreedor se halla preso de los intereses del deudor y cuando el deudor es además la primera potencia, que tira de las exportaciones mundiales, cualquier crisis desordenada del dólar es susceptible de ahondar en la gran crisis financiera. El proceso de drenaje del ahorro internacional hacia Estados Unidos sólo se detendrá si los países acreedores perciben que los déficit norteamericanos son insostenibles. El dólar se derrumbaría, salvo que subieran drásticamente los tipos de interés de los bonos estadounidenses. Pero, ¿cuáles serían los efectos de esta subida sobre la economía mundial?

Así, abogar por la multipolaridad monetaria supone sentar como premisa que los países emergentes tienen interés en cuestionar la supremacía del dólar.

La debilidad del dólar parecería afianzar cada vez más al euro como moneda alternativa de reserva, tanto más cuanto que China sigue amenazando con convertir parte de sus reservas en euros de proseguir la fuerte depreciación del dólar. Muchos auguran ante esta situación de debilidad del dólar que ha llegado la hora de definir las bases de un nuevo sistema monetario internacional más multipolar y regulado que se basase en la cooperación de Estados Unidos, China, Japón y la zona euro. Tal es la postura de Aglietta¹⁶.

Su viabilidad parece cuando menos dudosa si tenemos en cuenta que, según datos del Banco de Pagos Internacionales, el dólar está presente en el 86% de las operaciones que transcurren en el mercado de divisas y su moneda desempeña un papel preponderante en las reservas mundiales. Por si fuera poco, sigue conservando su vitola de activo refugio en los mercados en tiempos de turbulencias.

¹⁶ AGLIETTA, Michel: «L'hégémonie du dollar peut-elle être contestée?», in: *L'économie mondiale 2006*, La Découverte, Paris, 2005.

Además, al haber agotado la política monetaria el atractivo del tipo de interés, el apetito inversor por los bonos va a depender no sólo de cómo evolucionen las reservas de los países emergentes sino también de la propia cotización del dólar. Siendo Estados Unidos una economía muy dependiente de la financiación exterior, necesita atraer flujos abultados de capital, lo cual pasará probablemente por devolverle cierto brío a la cotización del dólar. Ello contribuiría a garantizar una demanda suficiente de bonos pese a la escasa rentabilidad financiera medida por el tipo de interés. Los bonos públicos estadounidenses actúan como activos sólidos y continúan atrayendo también a las autoridades de los países emergentes con exceso de ahorro internacional. Este aflujo de capitales, necesarios para financiar las acciones de la administración Obama, debería favorecer una apreciación del dólar sin que se produjera un repunte *significativo* de los tipos de interés a largo plazo.

Ahora bien, esta dependencia de financiación de fuentes externas se revelaría como un elemento de debilidad estructural del dólar si se llegara a producir una fuerte crisis de confianza que llevara a una estampida de los inversores internacionales en un momento en el que el déficit público va a alcanzar niveles históricamente desconocidos. Estados Unidos, que habría de financiar con sus propios recursos una parte creciente de su deuda, procedería a rebajar aún más sus importaciones mediante la aplicación de medidas proteccionistas y subiría los tipos de interés. La economía mundial se adentraría entonces en una dinámica depresiva.

Suplantar al dólar requeriría además que fueran reunidas, como mínimo, varias condiciones. En primer lugar, como recalca el propio Aglietta, «se impone una condición política para ir en este sentido en Europa. Ha de ser afirmada y asumida la primacía de las autoridades políticas sobre el BCE en materia de objetivos de tipos de cambio. Esto pasa por la existencia de un ejecutivo económico capaz de definir una política del euro»¹⁷.

En segundo lugar, una moneda de reserva mundial, como parecen pedir China y Rusia de forma retórica, exigiría una reordenación cambiaria mundial y requeriría la existencia de una autoridad mundial que se encargara de la gestión y supervisión de la nueva arquitectura monetaria y financiera internacional. Tarea imposible de contemplar en la actual tesitura. El debate impulsado por China y Rusia en torno a la necesidad de crear una nueva moneda internacional parece más bien destinado a forzar a las autoridades norteamericanas para comprometerse con un dólar más fuerte que preserve el valor de sus activos.

¹⁷ AGLIETTA, Michel: op. cit. p. 67.

En tercer lugar, la transición de un sistema centrado sobre el dólar a otro más policéntrico parece pasar necesariamente por una agudización de la crisis económica norteamericana que abre demasiadas incógnitas en torno a la estabilidad de la economía y de las finanzas internacionales. Asimismo, una fuerte depreciación del dólar respecto del yen y del euro sería susceptible de profundizar en la recesión europea y la atonía de las economías asiáticas. Incluso, si fracasaran los planes de rescate norteamericanos y las economías desarrolladas entrasen en deflación, se precipitaría la depreciación del dólar y... se agravaría la propia crisis financiera y económica. Como subrayan Xavier Timbaud y Sabine Le Bayon:

«Europa y Japón se verían afectados de inmediato por un mayor derrumbe del dólar *vía* sus instituciones financieras ya que sus inversiones en dólares degradarían sus balances. De ello podría derivar una crisis de confianza y un pánico bancario. A medio plazo, empeoraría el comercio exterior de estos países como consecuencia de la apreciación de su moneda. Japón volvería a hundirse en la deflación»¹⁸.

El anhelado sistema monetario policéntrico pasa por un mayor deterioro de la economía norteamericana. Escenario que se nos antoja poco deseable. Sin embargo, parece deseable que se institucionalicen los mecanismos de una mayor cooperación monetaria internacional para que el peso económico del debilitamiento del dólar no sea soportado casi en exclusiva por el euro.

6. Conclusión

El euro ha tendido a apreciarse frente al dólar a lo largo de sus diez años de existencia, si bien de forma irregular y según oscilaciones del ciclo y política económica norteamericana. Al ser percibido el euro como una herramienta de estabilidad sin crecimiento, no ha logrado concitar adhesiones entusiastas. Algunos países se resisten a sumarse y sólo se quieren adherir aquellos más expuestos a turbulencias cambiarias. Sin embargo, la estabilidad proporcionada por la zona euro encierra grandes virtudes: hasta la crisis actual, los tipos de interés a largo plazo han permanecido cercanos a los alemanes. En cuanto a los tipos de interés a corto plazo, pese a las críticas que se pueden formular a las fobias antiinflacionistas del BCE, han permanecido inferiores a aquellos antaño necesarios para defender el tipo de cambio de los ataques especulativos tanto más cuanto que cualquier debilidad

¹⁸ TIMBAUD, Xavier; Le Bayon, Sabine *et al.*: «Les promesses de l'ombre: scénarios 2008-2009 pour l'économie mondiale», *Revue de l'OFCE*, Presses de Sciences Po, n.º 107, Paris, octobre 2008, p. 152.

del dólar daba lugar a una demanda masiva de marcos alemanes que obligaba los países de su entorno a subir sus tipos de interés.

Ahora bien, se observa que la zona euro tiene dificultades para controlar los movimientos de su moneda, muchos de los cuales contribuyen a trabar el dinamismo de sus sectores industriales. Por el contrario, los movimientos del dólar tienden a ser contracíclicos: la moneda tiende a apreciarse cuando la economía es expansiva y tiende a depreciarse caso de ralentización o recesión, lo que contribuye a sostener la actividad. El desarrollo de la crisis económica actual y las diversas respuestas aportadas a la misma a los dos lados del Atlántico no permiten al euro erigirse como alternativa factible. Aparece únicamente como una moneda emergente que ha de hacer sus pruebas en la gestión de la crisis actual y asentar un directorio económico y político consolidado. Tarea difícilmente concebible a medio plazo.

Retos para el marco de la regulación prudencial

José M.^a Roldán

Director General de Regulación. Banco de España

e

Isabel Argimon

Jefa de la División de Análisis Bancario y Política Regulatoria. Banco de España

Sumario: 1. ¿Un nuevo mundo?—2. Los inicios de la crisis.—3. Primeras reacciones ante la crisis.—4. Nuevas medidas.—5. Necesidad de considerar todos los efectos.—6. Refundación de la economía financiera.—7. Algunos retos para el futuro en la gestión del riesgo.

Resumen: Este artículo revisa algunas de las líneas de debate que la crisis ha abierto en el ámbito de la regulación financiera. En una primera parte, repasa brevemente los inicios de las turbulencias y las primeras reacciones a la crisis. Seguidamente, se discuten los retos asociados a la delimitación de la regulación en cuatro áreas concretas: a) atención al riesgo sistémico; b) tratamiento de entidades sistémicas; c) nuevo perímetro de la regulación y d) consideración del riesgo de liquidez. La tercera parte se dedica a reflexionar sobre la necesidad de una reconsideración de la economía financiera y de los instrumentos tradicionales que proporciona para la adecuada gestión del riesgo. Se concluye con una serie de reflexiones sobre los necesarios avances que deben llevarse a término en esta área.

Palabras clave: crisis, regulación financiera, retos, economía financiera, gestión del riesgo.

Abstract: *This article reviews some of the debate lines that the crisis has opened in the area of financial regulation. In the first part, it briefly reviews the initial moments and reactions to the crisis. It follows with a discussion of the challenges associated with the formulation of regulation in relation to four specific issues: a) addressing systemic risk; b) treatment of systemic entities; c) new regulatory boundaries and d) consideration of liquidity risk. The third part is devoted to reflecting over the need to reconsider financial economics and the traditional instruments that it provides for adequate risk management. It concludes with a collection of ideas about the needed progress in this area.*

Keywords: *crisis, financial regulation, challenges, financial economics, risk management.*

1. ¿Un nuevo mundo?

Aunque la tormenta financiera todavía no se ha desvanecido, tanto las autoridades como los participantes en los mercados se están planteando qué sistema financiero emergerá tras la crisis y cuál debe ser el diseño del marco regulatorio y supervisor adecuado a este nuevo entorno.

Lo que es innegable es que la excesiva acumulación de riesgo por parte de las entidades financieras y otros actores de los mercados financieros ha estado en el epicentro de la crisis. Este exceso se ha manifestado en relación tanto a la capacidad y mecanismos de gestión disponibles en las entidades, como en relación al capital que tenían en sus balances para absorber posibles pérdidas. Como consecuencia, se ha producido el mayor episodio de inestabilidad financiera de la historia.

En este artículo vamos a analizar someramente estos excesos así como las propuestas que se han formulado para hacerles frente. Pero primero repasaremos brevemente algunos aspectos relevantes del inicio de la crisis y de las primeras reacciones ante ella.

En lo que sigue vamos a presentar unas reflexiones necesariamente preliminares sobre algunas de las áreas sobre las que se ha abierto el debate en materia regulatoria. Se pretende ilustrar la complejidad de las consideraciones en torno a la regulación del sistema financiero tras la crisis. Primero, proponemos repasar brevemente los inicios de las turbulencias y justificar las primeras reacciones a la crisis que, en el caso de intervenciones públicas se contemplaban como puntuales y de corta duración. Con este repaso se pretende delimitar las medidas con plazo de vigencia limitado en relación a aquellas que se pretende tengan un carácter duradero. En relación a estas últimas, se discutirán los retos asociados a la delimitación de la regulación en cuatro áreas concretas: a) atención al riesgo sistémico; b) tratamiento de entidades sistémicas; c) nuevo perímetro de la regulación y d) consideración del riesgo de liquidez.

Dada la magnitud de la crisis, es lógico que se exija una revisión de la regulación financiera, y que la dirección general de esas demandas vaya en la línea de más regulación y de una mayor exigencia de dicha regulación. Sin embargo, uno de los principales errores que deben evitarse es el de caer en la sobrerregulación. Gran parte de la reforma regulatoria y supervisora debería ir orientada a reforzar los mecanismos ya existentes y a perfeccionar otros, asegurándose que su implementación está garantizada. En este sentido, se reflexiona sobre la necesidad de una reconsideración de la economía financiera y de los instrumentos tradicionales que proporciona para el análisis de los mercados.

2. Los inicios de la crisis

Las primeras manifestaciones de la crisis estaban asociadas a las hipotecas de alto riesgo generadas en Estados Unidos (hipotecas *subprime*). Cuando en el verano de 2007 se difunden las primeras noticias sobre las pérdidas asociadas a la elevada morosidad de estos productos, los participantes del mercado revisaron súbitamente y a la baja el valor de los instrumentos financieros con ese subyacente. Es decir, no sólo las carteras de este tipo de préstamos se ven afectadas, sino, sobre todo, las de los productos estructurados complejos que tenían como subyacente riesgo *subprime*.

Estos productos se habían generado mediante la partición de los flujos de caja asociados a un conjunto de activos homogéneos en tramos de deuda con diferentes niveles de prelación. Los Bonos con Colateral (*Collateral Debt Obligations, CDOs*), los Préstamos con Colateral (*Collateralized Loan Obligations, CLO*), o los *Asset-Backed Commercial Paper, ABCP*, entre otros, permitían la transferencia del riesgo de crédito desde las entidades originadoras de los derechos de cobro a los inversores en estos instrumentos. De esta manera, un banco transfería a una entidad específica, en algunos casos vehículos creados especialmente para ello, una cartera de activos de su propiedad. La entidad creada procedía a la emisión de títulos respaldados por los activos transferidos habiendo dividido los títulos en porciones con distinto riesgo de crédito.

Este reajuste de las valoraciones se realiza prácticamente de forma simultánea a la revisión a la baja de las calificaciones crediticias de las agencias de calificación, que comienza en junio de hace dos años, tras la quiebra de algunas entidades de crédito especializadas en préstamos *subprime*. A partir de ese momento, las crecientes dificultades para encontrar contrapartidas dispuestas a comprar esos títulos supusieron una reducción brutal de la liquidez de esos mercados, que prácticamente se evaporó.

Pero este fenómeno de reducción de la liquidez de los mercados no se limitó a los de instrumentos con subyacente *subprime*, sino que se extendió rápidamente a otros mercados (básicamente, por las incertidumbres acerca de la distribución de las pérdidas asociadas a esa revisión del valor de instrumentos con riesgo *subprime* entre los distintos agentes financieros, en concreto entre los bancos). A medida que los mercados financieros se iban cerrando, acercando la economía financiera internacional a una situación cercana a la parálisis total, se iba haciendo evidente que la intervención pública era inevitable para restablecer la confianza. En realidad, esta necesidad de medidas extraordinarias orquestadas por las distintas autoridades económicas no fue percibida de forma mayoritaria hasta finales de verano del 2008.

3. Primeras reacciones ante la crisis

El enorme impacto global que sobre los mercados tuvo la decisión de las autoridades norteamericanas de dejar caer al banco de inversión Lehman Brothers en septiembre de 2008, puso en primer plano la necesidad de articular medidas para reordenar el sector financiero y restablecer la confianza en el funcionamiento de los mercados y en las propias instituciones financieras. Con este objetivo de corto plazo en mente, muchos gobiernos, y otras autoridades económicas y monetarias, tanto nacionales como supranacionales, se lanzaron a adoptar medidas que implicaban intervenciones en los mercados, orientadas a activarlos o incluso sustituirlos. Algunas de estas medidas, sin precedentes históricos, no formaban parte de lo que se podría considerar como medidas ortodoxas o conformes al paradigma vigente antes de la crisis sobre los límites de la intervención pública en los mercados financieros. El carácter extraordinario e inusitado de la crisis obligó a las autoridades, sin embargo, a priorizar la minimización de la dislocación de los mercados frente a otro tipo de consideraciones.

En un principio, algunas de las actuaciones de las autoridades pudieron calificarse como descoordinadas, esto es, no acordadas entre distintos países. Sin embargo, estas actuaciones se justificaban por la necesidad de reaccionar de forma rápida ante la envergadura de los efectos en cascada que se iban produciendo en los distintos mercados financieros. Las medidas adoptadas sobre la extensión ilimitada de la cobertura de depósitos, algunas de las medidas de recapitalización bancaria con dinero público o las limitaciones a las ventas en descubierto adoptadas por algunos reguladores nacionales ilustran esa fase inicial. Con posterioridad, y ya de forma más coordinada, se acordó el establecimiento de sistemas excepcionales y temporales de garantías públicas (avales específicos o garantías genéricas, según los casos) sobre un conjunto de pasivos bancarios más amplio que los cubiertos por los tradicionales seguros de depósitos minoristas.

En cualquier caso, estas medidas reactivas fueron pensadas para su aplicación coyuntural, y su desaparición o reabsorción se consideró desde su diseño como incontrovertible, aunque los mecanismos para que esto pueda ocurrir de forma ordenada no estén, en todos los casos, plenamente identificados. En cualquier caso, es demasiado temprano para poner en marcha esos mecanismos de retirada de las medidas excepcionales.

Esto no quita que, a pesar de su vocación extraordinaria, coyuntural o de corto plazo, las medidas acometidas para paliar la crisis pueden tener efectos persistentes sobre los mercados financieros. Por ejemplo, las ayudas de los estados al sector bancario para evitar su desplome han generado cambios en la situación de competencia entre entidades nacionales e internacionales por el impacto que dichas medidas han tenido sobre los ratios de

solvencia, estructura de capital o liquidez. Sin embargo, está claro que su plazo de vigencia, por su carácter extraordinario e inusitado, está asociado a la duración de la crisis.

De forma paralela, y sin intervención pública directa o indirecta, se ha ido produciendo una reestructuración de los mercados financieros para acomodarse a la nueva situación originada por la crisis. Los ajustes han sido importantes, sobre todo para los bancos que adoptaron el modelo de «originar para distribuir» y para las entidades creadas para su desarrollo. Bajo este modelo, la principal fuente de beneficios no era el rendimiento de los activos mantenidos en el balance, sino las comisiones obtenidas por el flujo de nuevos activos que según se generaban se colocaban en entidades fuera de balance, creadas a tal efecto. A medida que la crisis iba avanzando y se acumulaban descensos de los rendimientos de los títulos emitidos, debido a las ventas generalizadas y al abandono de los activos de riesgo por parte de los inversores, los bancos tuvieron que optar por, o bien incorporar en su balance estos activos que tenían fuera o bien por cancelar esta parte de la actividad. La crisis empujó a la «rebancarización», al retorno de la banca tradicional, poniendo en entredicho la viabilidad futura del modelo de «originar para distribuir».

Tales cambios han implicado una cierta corrección de los excesos producidos durante el «boom», afectando a la estructura del sistema financiero. No debemos olvidar que la crisis ya ha supuesto la desaparición de la banca de inversión en los EEUU, que o bien ha sido absorbida por otras entidades bancarias o bien ha solicitado su transformación en bancos comerciales. Las propias fuerzas del mercado empujaron, pues, el inicio de un necesario ajuste, que en ningún caso debe dificultarse, sino, exclusivamente, seguir de manera continuada.

No obstante, el hecho de que la crisis todavía no haya tocado fondo no permite tener la certeza de que todos los cambios que pueda generar el propio mercado ya hayan tenido lugar. Las consecuencias macroeconómicas de la crisis todavía no se han materializado plenamente en muchas economías. Además, no está claro que las modificaciones ya experimentadas por las entidades financieras sean suficientes para garantizar la estabilidad futura del sistema. En realidad, no se ha recogido ninguna evidencia de que la reestructuración realizada por el sistema financiero pueda garantizar que los problemas de fondo se vayan a solucionar de forma espontánea. Finalmente, la gran capacidad de olvido que siempre han demostrado tener los partícipes en el mercado no permite ser optimistas sobre la dimensión del proceso de autocorrección de los mercados. Una solución en falso propiciada por la recuperación de los mercados financieros y una ausencia de reformas sólo puede conducir a una repetición de los mismos o similares errores.

4. Nuevas medidas

Es algo habitual que las crisis financieras den lugar a procesos de reforma profunda del marco de regulación y supervisión. Aunque en la mayoría de los casos no se considere este entorno regulatorio como el desencadenante de la crisis, es habitual que se cree un cierto consenso sobre la necesidad de reformarlo (e incluso se alcen voces exigiendo su completa reformulación).

La crisis actual no es, en este aspecto, distinta. En efecto, a pesar de las voces críticas sobre los fallos de la regulación y la supervisión, no es en absoluto evidente que este marco regulatorio sea el origen de la crisis. Bien es verdad que la principal *raison d'être* de un marco de regulación prudencial es precisamente evitar que se produzcan situaciones similares a las vividas hace unos meses y que todavía perduran. No obstante, el hecho de que no lo haya sabido evitar, no implica, necesariamente, que la regulación financiera haya sido un desencadenante de la mayor crisis financiera de la historia. En cambio, sí que ha puesto en entredicho la efectividad de los mecanismos vigentes.

Frente a las voces que reclaman cambios radicales en dicho marco, hay que puntualizar que una agenda de reforma no rupturista es, probablemente, el camino más sensato que se puede seguir. Esto es, más que sustituirlo, hay que reforzarlo y mejorarlo. En esta línea de reforma, desde distintos foros se han propuesto medidas encaminadas a mitigar o afrontar los fallos que el marco regulatorio y supervisor vigente parece tener, con distintas implicaciones sobre la magnitud de los cambios necesarios. Las propuestas abarcan aspectos muy diversos, desde la arquitectura supervisora hasta aspectos concretos sobre los requerimientos de capital.

Para ilustrar las dificultades que comporta el desarrollo adecuado de estas propuestas regulatorias, vamos a discutir brevemente los problemas asociados a la formulación de una política concreta en cuatro áreas específicas, que se caracterizan por figurar en muchas de los programas de reforma que se han dado a conocer desde distintos ámbitos: a) atención al riesgo sistémico; b) tratamiento de entidades sistémicas; c) nuevo perímetro de la regulación y d) consideración del riesgo de liquidez. En ningún caso, la elección de estas áreas prejuzga su importancia relativa en relación a otras áreas que forman parte de este debate, como el tratamiento de entidades transfronterizas, la estructura supervisora y de coordinación internacional, los mecanismos de transferencia de riesgo de crédito o la remuneración variable de los ejecutivos.

a) *Atención al riesgo sistémico*

La escasa atención que el actual marco regulatorio y supervisor pone al riesgo sistémico es una de las áreas que está generando mayor atención. En

ningún caso es un área nueva ya que en numerosas discusiones de los últimos años, en las que participaban académicos y reguladores, se había señalado que los costes que podría generar el mal funcionamiento del sistema financiero y, en concreto, su potencial para amplificar y propagar los efectos indeseados dentro y fuera del propio sistema financiero hacía conveniente adoptar un enfoque más global en la regulación, que el predominante.

Bajo este enfoque, llamado macroprudencial, se plantea la necesidad de desarrollar una regulación que incorpore tanto aspectos sistémicos de corte transversal como temporal. El progreso en ambos frentes es un tanto desigual.

En concreto, la consideración sistémica en la regulación individual se fundamenta en la falacia de la composición, por la que la suma de entidades solventes produce estabilidad financiera global. El enfoque macroprudencial sostiene que garantizar la solvencia de todas y cada una de las entidades financieras que operan en una economía no es condición necesaria ni suficiente para garantizar la estabilidad financiera. Nos dice, por lo tanto, que en cualquier momento del tiempo, no es suficiente velar por el cumplimiento individual de los mínimos exigidos, sino que también debe desarrollarse una labor de monitorización del riesgo global. Son todavía muy escasas las propuestas concretas en esta área. La metodología CoVar, que propone cuantificar en qué medida las dificultades financieras de una entidad puede aumentar el riesgo de cola de otros, o el enfoque propugnado por el informe NYU-Stern que propone un requerimiento de capital sistémico basado en la contribución individual de la entidad a la cola de la distribución del riesgo son dos de las vías abiertas para el debate ante esta cuestión.

Por otra parte, desde la perspectiva temporal, el enfoque macroprudencial pretende abordar y mitigar los componentes pro-cíclicos de la actual regulación. Este enfoque resalta que el riesgo aumenta en las expansiones y se materializa en las recesiones, aunque la percepción que se tiene sea la contraria. En la fase expansiva del ciclo económico, se favorece la acumulación de desequilibrios reales y financieros y por lo tanto, se sugiere que se genere un colchón en la parte creciente del ciclo, para poder utilizar las reservas acumuladas en la parte decreciente, cuando el riesgo se materializa, lo que daría un refuerzo anticíclico a un sistema que presenta poderosas fuerzas procíclicas. El marco de provisiones anticíclicas desarrollado por el Banco de España cubre esta finalidad y las discusiones que están teniendo lugar en distintos foros giran en torno a su extensión a otros países.

b) *Tratamiento de entidades sistémicas*

La regulación a la que debería someterse a las instituciones sistémicas también está siendo objeto de un profundo debate. Por una parte, la crisis

ha puesto de manifiesto que había un cierto desconocimiento sobre la naturaleza de este tipo de entidades y sobre la intensidad del comportamiento de azar moral en el mercado. En la medida que una entidad se ve a sí misma como «demasiado grande para caer» no tiene incentivos para desarrollar una óptima gestión de riesgo. La expectativa de que el sector público saldrá a su rescate actúa como un fuerte mecanismo desincentivador. La sorpresa que causó la decisión de dejar quebrar a Lehman es un reflejo del grado de extensión de esta concepción.

En este caso, la identificación de los elementos sistémicos y no sólo su tratamiento resultan problemáticos. La idea de que el tamaño es el principal determinante del carácter sistémico de una entidad ha quedado rebatida por los hechos. Las interrelaciones que tiene con el resto del sistema financiero, más que el tamaño, parecen ser los elementos determinantes para catalogar a una entidad o un conjunto de ellas como sistémicas. Entidades grandes, cuya actividad sea «*plain vanilla*» (banca *retail*, por ejemplo) o que puedan deshacer sus posiciones sin causar desajustes en los mercados, no tienen por qué ser catalogadas como sistémicas. Asimismo, la posibilidad de considerar grupos de entidades pequeñas como sistémicas por su capacidad de reaccionar de forma idéntica ante shocks externos, complica más el marco de definición.

Tal como hemos señalado, la expectativa de que las autoridades siempre saldrán a su rescate por su papel central en el sistema financiero puede actuar como un mecanismo que favorezca la adopción de riesgos excesivos por parte de este tipo de entidades. El tratamiento que debe dárseles debe estar orientado a desincentivar este tipo de actuaciones, ya que los costes que su desaparición o su quiebra tendría para el conjunto de la sociedad son superiores a los que la entidad tomaría en consideración en ausencia de regulación. En realidad, las propuestas regulatorias en la mesa abarcan desde prevenir que las instituciones se conviertan en sistémicamente importantes, limitando su crecimiento o las actividades que pueden desarrollar y en las que pueden participar, hasta reducir su probabilidad de entrar en concurso de acreedores, aumentando sus requerimientos de capital, por ejemplo o establecer mecanismos de concurso de acreedores que garanticen la posibilidad de una intervención pública, ordenada y rápida.

c) *Nuevo perímetro de la regulación*

El debate sobre qué entidades o actividades deberían estar sujetas a regulación prudencial está abierto. Por una parte se va formando cierto consenso sobre la necesidad de enfatizar las funciones y actividades que desarrolla la entidad financiera más que su forma legal, a la hora de definir la

carga regulatoria. Por otra, la discusión sobre la necesidad de desarrollar un marco de regulación y supervisión consolidada es especialmente importante en aquellas jurisdicciones donde la consolidación es limitada.

Además, la conveniencia de incorporar dentro del perímetro de la regulación lo que ha venido denominándose sistema financiero en la sombra, está siendo objeto de un amplio debate. El consenso en esta área es más difícil, y a ello no es ajeno el distinto tratamiento regulatorio y supervisor al que están sujetos las entidades que operan en este ámbito en distintos países. No están claros los beneficios que un determinado marco regulatorio ha significado en relación a otras jurisdicciones donde la regulación era diferente. Sin embargo, parece estar claro que las economías con mayores tamaños del sistema financiero no regulado son las que más han sufrido las consecuencias de la crisis, por la que la reconsideración del perímetro regulatorio figura en todas las agendas de reforma.

La extensión del ámbito de regulación a nuevos intermediarios, previamente no sujetos a regulación, o sujetos a una regulación más laxa, no está exenta de problemas. En realidad, esta extensión constituye en gran manera un proceso de *catching-up* regulatorio con respecto al mercado. Es precisamente la existencia de esta regulación la que explica el desarrollo de actividades fuera de su ámbito definido de aplicación: las restricciones que la regulación impone incentivan el arbitraje regulatorio y la aparición de actividades o entidades no sujetas.

d) *Consideración del riesgo de liquidez*

Finalmente, una mayor consideración del riesgo de liquidez y su tratamiento regulatorio se ha puesto en marcha. La crisis financiera ha sido la primera gran crisis de liquidez, por su alcance global y por el gran número de mercados afectados. Es lógico, pues, que una parte del debate se articule en torno al reforzamiento de la gestión del riesgo de liquidez.

Por riesgo de liquidez se entiende, de manera sucinta, el que abarca: el relativo a la liquidez del activo, a las posibilidad de enajenar el mismo en cualquier momento; el relativo al acceso a líneas de liquidez contingentes, esto es, para hacer frente a problemas inesperados; y, por último, el referido al grado de «*mismatch*» temporal entre el activo a largo plazo y el pasivo con vencimientos más cortos.

Existen en estos momentos diversas propuestas, que van desde reforzar las políticas de las entidades financieras en relación a la gestión del riesgo de liquidez hasta el establecimiento de colchones (*buffers*) de instrumentos líquidos en el balance, con distintos grados de rigidez en el establecimiento de criterios cuantitativos.

De manera preliminar, se pueden hacer algunas consideraciones. En primer lugar, que nada puede sustituir la prudencia en la financiación por parte de las entidades: la relativa fortaleza del sistema financiero español se explica, en parte, por la estructura de financiación tan prudente de nuestras entidades. Se hace difícil pensar que se pueden salvar instituciones que financian su activo a largo plazo con financiación en el extremo corto plazo. En segundo lugar, que ninguna de estas medidas permite contrarrestar los efectos sostenidos en el tiempo de una desaparición generalizada de la liquidez en todos los mercados, como la vista en 2007 y 2008. Por último, que si bien una posición en términos de solvencia fuerte siempre es positiva, el capital regulatorio no es per se un elemento que impida potenciales problemas de liquidez.

5. Necesidad de considerar todos los efectos

Teniendo en cuenta que, de una parte, el mercado se está ajustando tras la crisis y de otra, que la regulación no puede verse como una respuesta reactiva, sino que debe ser relevante para todas las fases del ciclo, la efectividad y relevancia en el medio plazo de cualquier medidas que se vaya a proponer, debería ser objeto de un debate sosegado.

En este sentido, un análisis del impacto de las medidas de política que se propone adoptar debe formar parte de toda propuesta de cambio regulatorio. La proporcionalidad entre los costes y los beneficios que pueden derivarse de la adopción de la medida para todos los afectados debe estar suficientemente establecida. Tal análisis permite garantizar la minimización de los efectos indeseados que pueden originarse al intervenir en los mercados, maximizando al mismo tiempo su impacto positivo. En suma, preguntas tales como cuál es el fallo de mercado que se quiere corregir, o si los efectos perniciosos que supone toda regulación supera o no a las externalidades negativas que se derivan de la ausencia de regulación, siguen siendo claves a la hora de decidir sobre nuevas regulaciones.

La regulación no pretende en ningún momento sustituir al mercado sino propiciar la adopción de determinadas actuaciones por parte de las entidades y otros agentes que operan en el mercado o, al contrario, desincentivar a las entidades y agentes a repetir otras. Precisamente, la efectividad de una medida regulatoria depende directamente de su capacidad para alterar el comportamiento de los agentes sobre los que recae. Por lo tanto, las medidas que se pretende adoptar deben tener en cuenta las reacciones indeseadas que pudieran surgir para contrarrestar la nueva regulación. Tales respuestas podrían acabar dominando sobre los efectos positivos o tener un efecto indeseado en otros mercados.

Las medidas propuestas deben formularse con un conocimiento lo más exhaustivo posible sobre la forma de funcionar de los mercados, incorporando, cuando sea preciso, hipótesis o supuestos sobre su funcionamiento. Es fácil entender que si se desconoce cómo actúan los agentes que operan en el mercado, se hace difícil incidir en ellos.

Tal como ya se ha indicado, a la primera ola reactiva han seguido una serie de propuestas formuladas desde distintos ámbitos que de forma más ordenada y un poco más coordinada propone reformar el marco regulatorio de cabo a rabo. Sin embargo, dados los distintos intereses y potestades de los distintos organismos que formulan las propuestas la coherencia entre las medidas no resulta plenamente satisfactoria.

En realidad, la necesidad de avanzar en distintos frentes al mismo tiempo dificulta la necesaria coordinación. Además, el enfoque desagregado que domina en la reforma regulatoria impide llevar a término un análisis adecuado de los efectos de las nuevas normas propuestas. Debería plantearse una consideración global del impacto de las propuestas, en la medida que no puede suponerse que este impacto se obtendría por simple suma de los impactos de los distintos componentes. Puede darse el caso que unas propuestas contrarresten los efectos de otras o al contrario que unas exacerben los efectos negativos de otras. La acumulación de cambios sobre cambios, puede multiplicar los efectos indeseados.

El potencial de sobreregular está siempre presente en todas las economías ya que no existe un mecanismo de mercado que clarifique la cantidad óptima de regulación que se debería proveer. El consumidor no tiene un mecanismo de elección con respecto a la cantidad de regulación que está dispuesto a consumir. La regulación se ve, en general, como un bien gratuito por lo que se sobre-demanda ya que no tiene un precio. Sin embargo, sí tiene un coste de provisión. Si además se tiene en cuenta que el regulador suele presentar una elevada aversión al riesgo, el resultado es que hay una predisposición a que se produzca sobreregularación, tanto por el lado de la demanda como del de la oferta. La regulación del sistema financiero se ajusta perfectamente a este patrón.

A esta situación general de partida, se le añade actualmente la percepción, que se ha generado a raíz de la crisis, de que debe extenderse el ámbito de la regulación prudencial a otros intermediarios financieros o a otros participantes en los mercados y que debe fortalecerse y mejorarse la existente con nuevas normas. Esta percepción debe ser, sin embargo contrastada y, en este sentido, el análisis de impacto es una herramienta eficaz para limitar la magnitud de la sobre-reacción o incluso evitarla.

Una de las lecciones de la crisis es que se debe proponer la elaboración de un marco regulatorio estable capaz de acomodar un mercado dinámico y cambiante. Esto puede requerir un cierto equilibrio entre normas estrictas y una regulación flexible, basada en principios.

La adhesión a este enfoque exige una mayor implicación de los altos cargos de las entidades en las decisiones que se adoptan en las distintas áreas. En este sentido, el marco regulatorio que recaiga sobre el sistema bancario debe crear los incentivos adecuados para la correcta gestión del riesgo. Si la regulación y la supervisión otorgan a la gestión adecuada del riesgo un papel preponderante en la determinación de la carga regulatoria, se reducen notablemente las posibilidades de arbitraje regulatorio.

6. Refundación de la economía financiera

Tal como resaltan las modernas teorías de la intermediación financiera, la presencia de intermediarios financieros en los mercados responde a la necesidad de abordar algunas de las imperfecciones que dificultan la relación entre aquellos que pueden proporcionar financiación y aquellos que la necesitan. En concreto, la existencia de costes de transacción y de información asimétrica, por la que una de las partes no conoce suficientemente a la otra como para tomar adecuadamente sus decisiones, es parcialmente resuelto con la presencia de estos agentes.

Los intermediarios financieros se dedican a la mejora de la gestión de riesgos, mediante su diversificación y, en su caso, su transferencia a otros participantes en los mercados y justifican parte de su existencia en que conocen las técnicas de los mercados. Los intermediarios han venido desarrollando gradualmente nuevas y más sofisticadas funciones que las tradicionales de canalizar fondos entre ahorradores e inversores. Así, a pesar de que se han producido reducciones sustanciales en los costes de transacción tanto en tiempo como en dinero gastado para llevar a cabo una transacción financiera, y ser más fácil y barato obtener información, se ha producido un aumento en la intermediación asociado a la innovación financiera.

La innovación financiera puede desempeñar un papel fundamental en la consecución de la eficiencia económica. No sólo surge como mecanismo de arbitraje regulatorio, sino que responde a unas nuevas necesidades originadas por unos inversores más y más sofisticados. Por ejemplo, los mecanismos de transferencia de riesgos que han crecido de forma muy notable en los últimos años (entre ellos los asociados a los derivados de crédito) han permitido que el mercado para la asignación de precios del riesgo de crédito sea más líquido y transparente. A cambio, ha supuesto la aparición de nuevos riesgos.

Para que la innovación financiera tenga un impacto positivo sobre la eficiencia tiene que venir acompañada de transparencia, de manera que aunque los productos sean muy sofisticados, el riesgo asociado a ellos pueda ser conocido y manejable. Una de las lecciones de la crisis es que no debe permitirse que una entidad comercialice un producto cuyo riesgo no esté

plenamente identificado y no se esté gestionando de forma adecuada. Recordemos que los problemas de falta de confianza, con la consiguiente inestabilidad financiera, no comenzaron en el segmento minorista o poco sofisticado del sistema financiero. Al contrario, fue en el mercado financiero más profesional, en el mercado interbancario, donde se iniciaron las tensiones, que se fueron extendiendo poco a poco al resto de actividades.

La crisis ha forzado una reconsideración a fondo de la economía financiera, influenciando en gran medida la agenda investigadora. Existe el convencimiento de que el estado actual de esta materia resulta inadecuado en relación a las necesidades que el grado de sofisticación de los mercados financieros exige. En general, levanta muchas dudas sobre su capacidad de estimar adecuadamente la magnitud de las pérdidas potenciales en las colas de la distribución, especialmente para los productos estructurados.

Los avances en años recientes en áreas tales como la valoración de instrumentos financieros contingentes (derivados y subyacentes) han sido muy sustantivos pero insuficientes. Esta insuficiencia y falta de adecuación se manifiesta, sobre todo, en la medida que permitió infravalorar la gravedad de aspectos muy importantes de la crisis, asociados, sobre todo, al papel que podía desempeñar el propio mercado para salir de la situación de estancamiento en la que se había caído.

En este sentido, una de las áreas a la que debe dedicarse un mayor esfuerzo para restablecer parte de la credibilidad perdida es a la de metodologías de la medición de los riesgos financieros. No es posible gestionar de forma adecuada el riesgo si antes no se conoce su magnitud. No se puede fundamentar el marco regulatorio en el riesgo, ligando requerimientos de capital a la magnitud del riesgo que soporta y gestiona una entidad, si las técnicas de estimación del riesgo no son sólidas. La experiencia, especialmente a raíz y durante las turbulencias, ha mostrado importantes limitaciones y lagunas que deben subsanarse.

En concreto, los problemas detectados en las herramientas de uso más generalizado para la gestión de riesgos son varios. La ausencia de un historial de rendimientos y correlaciones y la complejidad de muchos de los nuevos instrumentos, sobre todo los estructurados, han generado mucha incertidumbre respecto a la adecuación del concepto del VAR (*Value at Risk*) y de las estimaciones obtenidas a partir de la formulación de escenarios.

La valoración del riesgo en productos complejos en algunos bancos dependía en exceso de la noción estrecha de riesgo de impago, asociada a las calificaciones de riesgo, e ignoraba otras dimensiones del riesgo de crédito que son más relevantes para este tipo de productos. Las valoraciones tradicionales no pueden, en muchos casos, incorporar todos los elementos que pueden explicar la incapacidad de la contraparte de cumplir con el compromiso adquirido y por este motivo tienen limitada su utilidad.

Por otra parte, los modelos utilizados estaban diseñados bajo unos supuestos de correlaciones inadecuadas. El optimismo predominante durante la fase alcista impregnaba la modelización, de manera que se hacían supuestos sobre correlaciones casi nulas, cuando la realidad materializada durante la crisis ha mostrado que este valor estaba muy alejado de la realidad. En realidad, la mayoría de modelos ignoraban el papel de factores de liquidez así como el hecho de que en la fase bajista del ciclo, activos que previamente estaban diversificados acaban moviéndose juntos, incrementando brusca y fuertemente su correlación.

Asimismo, las series temporales sobre los que se basaban estos modelos eran de corta duración, sobre todo los referidos a productos estructurados, dada su relativa novedad. No cubrían en muchos casos un ciclo económico completo, por lo que no podían incorporar elementos de comportamiento asociados al mismo y que tal como el caso de las correlaciones nos ha mostrado, han sido en muchos casos determinantes del desarrollo de la crisis.

Finalmente, los modelos utilizados tendían a dar mayor peso a los datos referidos al pasado más reciente más que a enfatizar la equivalencia con respecto a la situación en una fase similar del ciclo. En consecuencia, esta metodología conducía a una infraestimación generalizada del riesgo.

La otra gran área donde la crisis ha puesto de manifiesto lagunas en el grado de conocimiento de los partícipes en el mercado es la de la valoración de los instrumentos, sobre todo los estructurados. La extensión del uso de valor razonable como criterio de valoración contable tiene su mayor apoyo en la debilidad de la valoración a coste histórico. Sin embargo, su aplicación práctica no esté exenta de múltiples problemas.

El uso del valor razonable y la contabilidad «*mark-to-market*» para instrumentos financieros han tenido unas consecuencias imprevistas sobre las cuentas financieras. En concreto, instrumentos tales como los CDOs (Collateralised Debt Obligations) y otros instrumentos que se comercializan en mercados no regulados (*over the counter*) han visto su volumen de transacciones reducirse a su ínfima expresión, cuando no desaparecer, al calor de la crisis. Tal situación ha dificultado la aplicación de estos criterios contables, al no observarse ningún precio, llegándose a cuestionar su validez en determinadas fases del ciclo.

De forma similar, los precios observados pueden no ser los adecuados para la valoración. Si todos los analistas coinciden en predecir que otros participantes en el mercado se dedicaran a vender en un futuro no lejano, se puede generar un aluvión de ventas a precio de saldo (*fire-sales*) en un mercado en caída libre, tal como ha ocurrido recientemente. Algunas instituciones fuertemente apalancadas aparecerán como insolventes en un sentido contable estricto, como consecuencia de la aplicación del «*mark to market*». En este contexto, los precios sólo reflejan unas percepciones distorsio-

nadas de los partícipes en los mercados y en ningún caso recogen los fundamentos.

La utilización de *mark to model* no está exenta de problemas tampoco. En ausencia de mercados líquidos y profundos, la valoración mediante el uso de modelos puede estar sujeta a elevados grados de incertidumbre y de arbitrariedad, especialmente si se trata de instrumentos financieros complejos. La subjetividad es inherente a este enfoque ya que aquellos que desarrollan el modelo deben adoptar decisiones sobre las teorías sobre las que fundamentarlo y los supuestos y simplificaciones que son necesarios para hacerlo operativo. La heterogeneidad entre instituciones está pues garantizada e incluso puede acentuar el problema de información asimétrica ya que las entidades pueden elegir los parámetros o supuestos más favorecedores. Esta subjetividad genera el llamado riesgo de modelo por el que existen probabilidades de cometer errores en la valoración generados por el uso inapropiado de técnicas o de supuestos inadecuados.

Además, para una gran parte de los instrumentos financieros, y, en concreto, para los préstamos, no se dispone de modelos de valoración satisfactorios, por lo que la valoración a coste amortizado (con, posiblemente, correcciones del valor asociadas bien a tipos de interés, bien a morosidad latente) seguirá siendo la única opción de valoración de estos activos durante el futuro próximo.

7. Algunos retos para el futuro en la gestión del riesgo

Seguramente, con una crisis que no puede darse por terminada, es prematuro extraer conclusiones definitivas. Pero ello no debe impedir que intentemos avanzar algunas conclusiones preliminares que permitan promover u orientar el necesario debate sobre el sistema financiero del futuro, sobre su regulación y su supervisión. Los siguientes párrafos ofrecen algunas ideas preliminares.

Debe producirse una reconsideración del marco analítico sobre el que se fundamenta la gestión del riesgo en el sector bancario. Pero no sólo en este sector financiero. El ejemplo de las críticas a las metodologías y modelos de rating de las agencias de calificación ilustran la extensión del problema. En este ámbito, sin embargo, se añaden otros problemas como pueden ser los derivados de la falta de transparencia sobre los supuestos utilizados, la insuficiente información sobre las características del riesgo de productos estructurados y la presencia de conflictos de intereses en el proceso de asignación de calificaciones crediticias.

Debe incentivarse el análisis en profundidad de los aspectos del paradigma vigente que deben mantenerse y aquellos que deben desarrollarse de

nuevo. Sin ánimo de ser exhaustivo se presentan a continuación algunas de las áreas que, en este ámbito, requieren ser revisadas.

Está claro que la solución de multiplicar el VAR por un factor de elevación (sea este tres, seis o diez) no resuelve el tema de la medición. En realidad, refleja de forma clara que los factores subyacentes siguen desconociéndose. Aunque puede ser un mecanismo útil para afrontar la situación en el corto plazo, es claramente inadecuado para el largo plazo. Deben dedicarse esfuerzos a esta línea de investigación.

A las insuficiencias del marco analítico se añaden una serie de carencias también asociadas a los instrumentos utilizados para la gestión de riesgo. En concreto, parecen insuficientes los mecanismos vigentes para identificar y poder tener en cuenta en las decisiones las concentraciones de crédito escondidas. Las interrelaciones sectoriales o geográficas no están adecuadamente recogidas con los instrumentos de análisis disponibles en la gestión de riesgo. Deben, por lo tanto, producirse mejoras en esta área también.

Asimismo, algunos bancos tenían establecidos unos controles muy débiles sobre el crecimiento de su balance y el de su exposición a entidades fuera de balance y el riesgo asociado. Profundizando en esta área, se hace necesario también detectar las exposiciones no contractuales que tiene el sistema bancario, tales como las que surgen al crear vehículos fuera de balance y los que se establecen con otros tipos de fondos de inversión, e incorporarlos a los modelos.

Si bien es verdad que se ha sobreestimado la capacidad mitigadora del riesgo asociada a la diversificación, debe explorarse cómo sus beneficios se materializan en todas sus dimensiones. La diversificación también debe reflejarse en los modelos y en los mecanismos de gestión del riesgo que el sistema bancario emplea. No queremos volver a terminar en una situación en la que las alarmas de las distintas entidades saltan al mismo tiempo. Las peticiones de reposición de los márgenes o depósitos de garantía exigidos a los prestatarios ante las caídas de precios («*margin calls*»), forzaron a deshacer posiciones de forma precipitada. Las ventas a precios de saldo (*fire sales*) sólo contribuyeron a empeorar la situación.

Debe seguirse asimismo trabajando sobre la utilización del valor razonable como mecanismo de contabilidad. Puede requerir modificaciones en el sistema actual, pero sin alejarse del principio que subyace. No parece, en ningún caso que la aplicación de un *mark to liquidity* pueda proporcionar una solución efectiva.

Finalmente, está claro que desde una perspectiva meramente microprudencial debe fomentarse la promoción de instituciones financieras solventes y la gestión adecuada del riesgo, independientemente de donde se origine. La crisis no ha modificado estos objetivos para la regulación y supervisión, pero ha proporcionado nuevas dimensiones a estos elementos, que emanan

de la complejidad y globalización del actual sistema financiero. Avanzar hacia formas de regulación macroprudencial, exige reforzar las herramientas ya existentes y diseñar nuevas.

Como se observa, no son pocos los aspectos sobre los que se debe reflexionar si queremos tener en el futuro un sistema financiero más sólido y no sujeto al tipo de turbulencias y problemas que se han observado últimamente. Además, lejos de ser cuestiones sencillas, se trata de problemas complejos para los que, en muchos casos, no existe un marco teórico. No obstante, es imprescindible que el debate regulatorio, caracterizado hoy por la premura en la toma de decisiones que permitan mitigar la crisis, incorpore en el futuro estos elementos. Al fin y al cabo, las lecciones sobre la crisis financiera más compleja de los últimos 100 años no pueden extraerse en unos pocos meses. Sólo un análisis pausado, exigente y profundo, acometido a lo largo de varios años, o incluso décadas, permitirá construir un sistema financiero más sólido.

Jurisprudencia

Comentario de la jurisprudencia del Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas

*Maria Isabel Rofes i Pujol*¹

Letrado del Tribunal de Justicia

Directiva 2003/88/CE – Condiciones de trabajo – Ordenación del tiempo de trabajo – Derecho a vacaciones anuales retribuidas – Baja por enfermedad – Vacaciones anuales que coinciden con una baja – Compensación económica en concepto de vacaciones anuales retribuidas que, por razones de enfermedad, no se disfrutaron antes de que finalizara el contrato. Sentencia del Tribunal de Justicia (Gran sala) de 20 de enero de 2009, Schultz-Hoff y otros, asuntos acumulados C-350/06 y C-520/06²

Esta sentencia tuvo su origen en sendas peticiones de decisión prejudicial planteadas, con arreglo al artículo 234 CE, por el Landesarbeitsgericht Düsseldorf de Alemania y por la House of Lords del Reino Unido, mediante resoluciones de 2 agosto y 13 de diciembre de 2006, respectivamente. Ambas peticiones tenían por objeto la interpretación de la Directiva 2003/88/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de noviembre de 2003, relativa a determinados aspectos de la ordenación del tiempo de trabajo³.

Dichas peticiones se presentaron en el marco de dos litigios: en el primero se enfrentaban el Sr. Schultz-Hoff y su antiguo empresario, Deutsche Rentenversicherung Bund (en lo sucesivo, «DRB»), y, en el segundo, varios trabajadores —algunos de los cuales habían sido despedidos— habían demandado a su empresario o antiguo empresario, que era Her Majesty's Revenue and Customs.

En ambos litigios se discutía la cuestión de si un trabajador en situación de baja por enfermedad tiene derecho a vacaciones anuales retribuidas durante ese período y, en caso afirmativo, en qué medida un trabajador en si-

¹ Las opiniones expresadas por la autora son personales y en ningún caso vinculantes para la Institución en la que presta sus servicios.

² Disponible en la página del Tribunal de Justicia <http://curia.europa.eu> y pendiente de publicación en la Recopilación.

³ DO L 299, p. 9.

tuación de baja por enfermedad durante la totalidad o parte del período de devengo de las vacaciones anuales y/o del período de prórroga tiene derecho a una compensación económica en concepto de vacaciones anuales retribuidas aún no disfrutadas en el momento en que finaliza la relación laboral.

Según figura en su artículo 1, la Directiva 2003/88 establece las disposiciones mínimas de seguridad y salud en materia de ordenación del tiempo de trabajo y se aplica, entre otros, a los períodos mínimos de vacaciones anuales.

El artículo 7, apartado 1, de la misma Directiva dispone, respecto a las vacaciones anuales, que los Estados miembros adoptarán las medidas necesarias para que todos los trabajadores dispongan de un período de al menos cuatro semanas de vacaciones anuales retribuidas, de conformidad con las condiciones de obtención y concesión establecidas en las legislaciones y/o prácticas nacionales. De acuerdo con el apartado 2, el período mínimo de vacaciones anuales retribuidas no podrá ser sustituido por una compensación financiera, excepto en caso de conclusión de la relación laboral.

El artículo 17 de la Directiva 2003/88 prevé que los Estados miembros podrán establecer excepciones a lo dispuesto en determinados artículos de dicha Directiva. No se admite sin embargo excepción alguna en lo que atañe al artículo 7 de la misma.

La sentencia presenta, a continuación, los hechos de ambos litigios e indica que, en el asunto C-520/06, que era aquel del que conocía la House of Lords británica, los demandantes podían incluirse en dos categorías.

La primera es la un trabajador que no acude a su trabajo desde hace meses por encontrarse en situación de baja por enfermedad de duración indefinida. Estando de baja, comunica al empresario su intención de disfrutar de varios días de sus vacaciones anuales retribuidas dentro del plazo de los dos meses siguientes.

La segunda está formada por trabajadores que se encontraban, antes de su despido, en situación de baja por enfermedad de larga duración. Al no haber disfrutado de las vacaciones anuales retribuidas durante el período de devengo de las mismas, único período en el que, según el derecho británico, pueden disfrutarse tales vacaciones, reclamaron una compensación económica.

Ambas categorías consiguieron que, en primera instancia, el Employment Tribunal estimara sus pretensiones. El Employment Appeal Tribunal desestimó los recursos de apelación del empresario, pero autorizó la interposición de un recurso ante la Court of Appeal (England & Wales) (Civil Division), la cual estimó las pretensiones del empresario.

Los recurrentes en el litigio principal interpusieron recurso de casación ante la House of Lords, que decidió suspender el procedimiento y plantear al Tribunal de Justicia dos cuestiones prejudiciales por las que pedía la interpretación del artículo 7 de la Directiva 2003/88.

En el asunto C-350/06, el Sr. Schultz-Hoff, demandante en el litigio principal, había estado empleado en DRB desde el 1 de abril de 1971. A partir del año 1995, el Sr. Schultz-Hoff, reconocido como persona con discapacidad grave, atravesó alternativamente períodos de incapacidad laboral por enfermedad y períodos de aptitud para el trabajo. En 2004, estuvo físicamente apto para trabajar hasta comienzos del mes de septiembre. Posteriormente estuvo ininterrumpidamente en situación de baja por enfermedad hasta el 30 de septiembre de 2005, fecha en la que finalizó su relación laboral.

En mayo de 2005, el Sr. Schultz-Hoff solicitó a DRB que, a partir del 1 de junio de 2005, se le concedieran las vacaciones retribuidas correspondientes al año 2004. La solicitud fue denegada por estimarse que el servicio médico competente tenía que declarar previamente la aptitud del interesado para trabajar. En septiembre de 2005, DRB constató la incapacidad laboral del Sr. Schultz-Hoff y, en tanto que entidad competente en materia de seguro de vejez, le reconoció el derecho a una pensión definitiva, con efecto retroactivo a 1 de marzo de 2005.

El Sr. Schultz-Hoff presentó ante el Arbeitsgericht Düsseldorf una demanda para obtener una compensación económica en concepto de vacaciones anuales retribuidas no disfrutadas, correspondientes a los años 2004 y 2005, períodos de devengo de tales vacaciones. La demanda fue desestimada y el Sr. Schultz-Hoff interpuso recurso de apelación ante el Landesarbeitsgericht Düsseldorf.

Según el Landesarbeitsgericht Düsseldorf, el derecho del trabajador a una compensación económica en concepto de vacaciones anuales retribuidas no disfrutadas caduca al término de cada año civil y, a más tardar, al término de un período de prórroga de tres meses, salvo que mediante convenio colectivo se haya establecido alguna excepción en favor del trabajador. Si el trabajador permanece en situación de incapacidad laboral hasta el final de dicho período de prórroga, no existe obligación de compensar económicamente, al finalizar la relación laboral, las vacaciones anuales retribuidas no disfrutadas.

Al albergar dudas sobre la interpretación que conviene dar al artículo 7 de la Directiva 2003/88, el Landesarbeitsgericht Düsseldorf planteó al Tribunal de Justicia tres cuestiones prejudiciales. Habida cuenta de la conexión entre los asuntos británicos y alemán, confirmada en la vista, el Tribunal de Justicia acordó su acumulación a efectos de la sentencia.

Antes de iniciar el examen de las cuestiones prejudiciales, el Tribunal de Justicia señaló que la duración de las bajas por enfermedad discutidas en los litigios principales no había sido mayor que la duración de los períodos de devengo aplicables, en materia de vacaciones anuales retribuidas, según el derecho nacional respectivo en cada uno de dichos litigios.

A continuación, se pronunció sobre la primera cuestión planteada en el asunto C-520/06, a saber, sobre el derecho, supuestamente concedido por la Directiva 2003/88, a disfrutar de las vacaciones anuales retribuidas durante un período que coincida con una baja por enfermedad, que todos los Gobiernos que habían presentado observaciones, ocho en este caso, y la Comisión consideraban inexistente.

A este respecto, el Tribunal de Justicia recordó su reiterada jurisprudencia⁴ según la cual, el derecho de todo trabajador a disfrutar de vacaciones anuales retribuidas debe considerarse un principio del derecho social comunitario de especial importancia, respecto al cual no pueden establecerse excepciones y cuya aplicación por parte de las autoridades nacionales competentes únicamente puede efectuarse respetando los límites establecidos expresamente por la propia Directiva 93/104/CE relativa a determinados aspectos de la ordenación del tiempo de trabajo⁵. El trabajador deberá normalmente poder disfrutar de un descanso efectivo, en aras de una protección eficaz de su seguridad y de su salud, ya que sólo en caso de que concluya la relación laboral el artículo 7, apartado 2, de la Directiva 2003/88 permite que el derecho a vacaciones anuales retribuidas sea sustituido por una compensación económica⁶.

Además, el artículo 7 de la Directiva 2003/88 no figura entre las disposiciones en relación con las cuales dicha Directiva permite expresamente que se establezcan excepciones.

La finalidad del derecho a vacaciones anuales retribuidas no es otra que permitir que los trabajadores descansen y dispongan de un período de ocio y esparcimiento. Tal finalidad difiere por esta razón de la finalidad del derecho a licencia por enfermedad. Este último derecho se reconoce a los trabajadores con el fin de que puedan recuperarse de una enfermedad. El Tribunal de Justicia ya ha declarado que un permiso garantizado por el derecho comunitario no puede menoscabar el derecho a disfrutar de otro permiso garantizado por ese mismo derecho⁷. En la sentencia Merino Gómez en particular, el Tribunal de Justicia declaró que el artículo 7, apartado 1, de la Directiva 93/104 debe interpretarse en el sentido de que, en caso de coincidencia entre las fechas de un permiso de maternidad de una trabajadora y las de

⁴ Sentencias de 26 de junio de 2001, BECTU, C 173/99, Rec. p. I 4881, apartado 43; de 18 de marzo de 2004, Merino Gómez, C 342/01, Rec. p. I 2605, apartado 29, y de 16 de marzo de 2006, Robinson-Steele y otros, C 131/04 y C 257/04, Rec. p. I 2531, apartado 48.

⁵ Directiva del Consejo, de 23 de noviembre de 1993, DO L 307, p. 18.

⁶ En este sentido, véanse las sentencias, antes citadas, BECTU, apartado 44, y Merino Gómez, apartado 30.

⁷ Véanse las sentencias Merino Gómez, antes citada, apartados 32 y 33; de 14 de abril de 2005, Comisión/Luxemburgo, C 519/03, Rec. p. I 3067, apartado 33, y de 20 de septiembre de 2007, Kiiski, C 116/06, Rec. p. I 7643, apartado 56.

las vacaciones anuales fijadas con carácter general mediante convenio colectivo para la totalidad de la plantilla, no pueden considerarse cumplidas las exigencias de la Directiva relativas a las vacaciones anuales retribuidas.

No obstante, a diferencia de los derechos a permiso de maternidad o a permiso parental sobre los que versa la jurisprudencia citada, el derecho a licencia por enfermedad y las modalidades de su ejercicio no se rigen por el derecho comunitario en su estado actual de desarrollo. Además, la interpretación del artículo 7, apartado 1, de la Directiva 93/104 en el asunto que dio lugar a la sentencia Merino Gómez, antes citada, venía exigida, habida cuenta de las restantes directivas comunitarias aplicables en aquel asunto, por la necesidad de garantizar los derechos derivados del contrato de trabajo en el supuesto de una trabajadora con permiso de maternidad.

En lo que atañe al derecho a vacaciones anuales retribuidas, tal como resulta de los términos de la Directiva 2003/88 y de la jurisprudencia del Tribunal de Justicia, corresponde a los Estados miembros establecer, en su normativa interna, los requisitos para el ejercicio y la aplicación del mencionado derecho, precisando las circunstancias concretas en las que los trabajadores pueden hacer uso del mismo, sin poder supeditar, no obstante, a ningún tipo de requisito la propia constitución de este derecho, que se deriva directamente de la citada Directiva 93/104⁸.

De ahí dedujo el Tribunal que, en tales circunstancias, el artículo 7, apartado 1, de la Directiva 2003/88 no se opone, en principio, a las disposiciones o prácticas nacionales según las cuales un trabajador en situación de baja por enfermedad no tiene derecho a disfrutar de las vacaciones anuales retribuidas durante un período que coincida con su baja por enfermedad, siempre que dicho trabajador tenga, no obstante, la posibilidad de ejercitar en un período distinto el derecho que le confiere la citada Directiva. En efecto, según se desprende de su propia jurisprudencia, si bien el efecto positivo de las vacaciones anuales retribuidas para la seguridad y la salud del trabajador se despliega plenamente cuando se disfrutan en el año previsto, es decir, durante el año en curso, ese tiempo de reposo no pierde interés a este respecto si se disfruta en un período posterior⁹.

Sin embargo, la Directiva 2003/88 tampoco se opone a disposiciones o prácticas nacionales que permitan que un trabajador en situación de baja por enfermedad disfrute durante este período las vacaciones anuales retribuidas.

Por consiguiente, el Tribunal de Justicia decidió que el artículo 7, apartado 1, de la Directiva 2003/88 no se opone a disposiciones o prácticas nacionales que deniegan a un trabajador el derecho a disfrutar de las vacacio-

⁸ Véase, en este sentido, la sentencia BECTU, antes citada, apartado 53.

⁹ Sentencia de 6 de abril de 2006, *Federatie Nederlandse Vakbeweging*, C 124/05, Rec. p. I 3423, apartado 30.

nes anuales retribuidas durante un período que coincida con una baja por enfermedad.

A continuación, el Tribunal de Justicia examinó si el artículo 7 de la Directiva 2003/88 reconoce el derecho a vacaciones anuales retribuidas en el supuesto de baja por enfermedad durante la totalidad o parte del período de devengo de las vacaciones anuales, cuando la incapacidad laboral perdure al finalizar dicho período y/o el período de prórroga fijado por el derecho nacional.

A este respecto, el Gobierno alemán, remitiéndose al apartado 53 de la sentencia BECTU, antes citada, sostuvo que se desprende del artículo 7, apartado 1, de la Directiva 2003/88 que las modalidades de aplicación en los diferentes Estados miembros del derecho a vacaciones anuales retribuidas se rigen por las legislaciones y/o prácticas nacionales. De ahí que la cuestión del aplazamiento del disfrute de las vacaciones —y, por ende, de la determinación de un período dentro del cual el trabajador que se haya visto en la imposibilidad de disfrutar de sus vacaciones anuales retribuidas durante el período de devengo de las mismas pueda aún disfrutar de tales vacaciones— forma parte de las condiciones de ejercicio y aplicación del derecho a vacaciones anuales retribuidas y se rige, pues, por las legislaciones y/o prácticas nacionales.

Si bien el Tribunal de Justicia consideró esta conclusión como válida en principio, la supeditó a determinados límites en función de las circunstancias.

Tratándose de la situación de baja por enfermedad durante todo el período de devengo de las vacaciones anuales y que perdura en el momento en que finaliza dicho período y/o el período de prórroga, recordó, con carácter liminar, que, según su sexto considerando, la Directiva 2003/88 tuvo en cuenta los principios de la Organización Internacional del Trabajo por lo que respecta a la distribución del tiempo de trabajo. Así, a tenor del artículo 5, apartado 4, del Convenio n.º 132 de la Organización Internacional del Trabajo, de 24 de junio de 1970, relativo a las vacaciones anuales pagadas (revisado), «[...] las ausencias del trabajo por motivos independientes de la voluntad de la persona interesada, como enfermedad, [...] serán contadas como parte del período de servicios».

Por lo que respecta a las disposiciones relativas a los períodos mínimos de descanso, que figuran en el capítulo II de la Directiva 2003/88, tales disposiciones se refieren casi siempre a «todos los trabajadores», tal como hace, en particular, el artículo 7, apartado 1, de la misma en lo que atañe al derecho a vacaciones anuales retribuidas¹⁰. Además, en lo que atañe a

¹⁰ Sentencia BECTU, antes citada, apartado 46.

este último derecho, la Directiva 2003/88 no hace distinción alguna entre los trabajadores que durante el período de devengo de las vacaciones anuales se ausentan del trabajo como consecuencia de una baja por enfermedad —de corta o larga duración— y aquellos otros que durante dicho período trabajan efectivamente.

Por consiguiente, cuando se trata de trabajadores en situación de baja por enfermedad debidamente prescrita, ningún Estado miembro puede supeditar el derecho a vacaciones anuales retribuidas, que la propia Directiva 2003/88 atribuye a todos los trabajadores¹¹, al requisito de haber trabajado efectivamente durante el período de devengo de las vacaciones anuales establecido en el Estado de que se trate.

Una disposición nacional que establece un período de prórroga para las vacaciones anuales aún no disfrutadas al finalizar el período de devengo de las mismas tiene como finalidad, en principio, ofrecer al trabajador que no haya podido disfrutar de sus vacaciones anuales una posibilidad adicional de disfrutar de ellas. La fijación de un período de este tipo forma parte de las condiciones de ejercicio y aplicación del derecho a vacaciones anuales retribuidas, por lo que, en principio, es competencia de los Estados miembros.

De esto dedujo el Tribunal de Justicia el artículo 7, apartado 1, de la Directiva 2003/88 no se opone, en principio, a una normativa nacional que establezca modalidades de ejercicio del derecho a vacaciones anuales retribuidas que atribuye expresamente esta Directiva, aun cuando tal normativa llegue hasta el extremo de incluir la pérdida de dicho derecho al término del período de devengo de las vacaciones anuales o del período de prórroga, siempre y cuando el trabajador, cuyo derecho a vacaciones anuales retribuidas se haya perdido, haya tenido efectivamente la posibilidad de ejercitar el derecho que le atribuye la Directiva.

El Tribunal de Justicia puso de relieve que un trabajador que durante todo el período de devengo de las vacaciones anuales y a lo largo del período de prórroga fijado por el derecho nacional se haya encontrado en situación de baja por enfermedad —como es el caso del demandante en el litigio principal en el asunto C-350/06 respecto al año 2005—, se verá privado de todo período que le posibilite disfrutar de sus vacaciones anuales retribuidas.

Admitir que, en las circunstancias específicas de incapacidad laboral descritas, las disposiciones nacionales pertinentes —y, en particular, aquellas que fijan el período de prórroga— puedan prever la extinción del derecho a vacaciones anuales retribuidas que el artículo 7, apartado 1, de la

¹¹ Sentencia BECTU, antes citada, apartados 52 y 53.

Directiva 2003/88 garantiza al trabajador, sin que éste haya tenido efectivamente la posibilidad de ejercitar el derecho que le reconoce la citada Directiva, supondría la vulneración por tales disposiciones del derecho social que el artículo 7 de la citada Directiva atribuye a todo trabajador.

Aunque el Tribunal de Justicia haya admitido que los Estados miembros tienen la posibilidad de establecer, en su normativa interna, las condiciones de ejercicio y aplicación del derecho a vacaciones anuales retribuidas, ha precisado, no obstante, que dichos Estados no pueden supeditar a ningún tipo de requisito la propia constitución de este derecho, que se deriva directamente de la Directiva 93/104¹². En esa misma jurisprudencia, ha subrayado que los criterios de ejecución y aplicación necesarios para la puesta en práctica de las disposiciones de la Directiva 93/104 pueden contener determinadas divergencias por lo que respecta a las condiciones de ejercicio del derecho a vacaciones anuales retribuidas, pero que dicha Directiva no permite que los Estados miembros impidan el propio nacimiento de un derecho concedido expresamente a todos los trabajadores¹³.

De lo anterior se deduce que, una vez sentado por la jurisprudencia citada que el derecho a vacaciones anuales retribuidas —que el artículo 7, apartado 1, de la Directiva 2003/88 garantiza a los trabajadores— no puede resultar afectado por disposiciones nacionales que impidan la constitución o el nacimiento de dicho derecho, no cabe admitir una solución distinta en lo que respecta a disposiciones nacionales que establezcan la extinción del mencionado derecho en el supuesto de un trabajador que durante todo el período de devengo de las vacaciones anuales y/o a lo largo del período de prórroga se haya encontrado en situación de baja por enfermedad, como sucede en el caso del Sr. Schultz-Hoff, quien no estuvo en condiciones de ejercitar su derecho a vacaciones anuales retribuidas.

En efecto, lo mismo que en las circunstancias del asunto que dio lugar a la sentencia BECTU, antes citada, en la que el Tribunal de Justicia declaró que los Estados miembros no podían impedir el nacimiento del derecho a vacaciones anuales retribuidas, en una situación como la del Sr. Schultz-Hoff los Estados miembros no pueden prever la extinción de ese derecho.

Por lo tanto, el artículo 7, apartado 1, de la Directiva 2003/88 debe interpretarse en el sentido de que se opone a disposiciones o prácticas nacionales que prevean que el derecho a vacaciones anuales retribuidas se extingue al finalizar el período de devengo de las vacaciones anuales y/o el período de prórroga fijado por el propio derecho nacional, incluso cuando

¹² En este sentido, véase la sentencia BECTU, antes citada, apartado 53.

¹³ Sentencia BECTU, antes citada, apartado 55.

el trabajador se haya encontrado en situación de baja por enfermedad durante todo el período de devengo y su incapacidad laboral haya perdurado hasta la finalización de su relación laboral, razón por la cual no haya podido ejercitar su derecho a vacaciones anuales retribuidas.

Idéntica conclusión se impone, a la luz del razonamiento anterior, tratándose de la situación de baja por enfermedad durante una parte del período de devengo de las vacaciones anuales y que perdura en el momento en que finaliza dicho período y/o el período de prórroga.

En efecto, todo trabajador privado del beneficio de un período de vacaciones anuales retribuidas a causa de una baja por enfermedad de larga duración se encuentra en la misma situación que la descrita anteriormente, puesto que el que se produzca una incapacidad laboral por enfermedad resulta imprevisible.

Por estas razones, el Tribunal de Justicia decidió que el artículo 7, apartado 1, de la Directiva 2003/88 se opone a disposiciones o prácticas nacionales que prevean que el derecho a vacaciones anuales retribuidas se extingue al finalizar el período de devengo de las mismas y/o el período de prórroga fijado por el derecho nacional, incluso cuando el trabajador se haya encontrado en situación de baja por enfermedad durante la totalidad o parte del período de devengo y su incapacidad laboral haya perdurado hasta la finalización de su relación laboral, razón por la cual no ha podido ejercitar su derecho a vacaciones anuales retribuidas.

Quedaba por dilucidar si el artículo 7, apartado 1, de la Directiva 2003/88 reconoce el derecho a obtener, al finalizar la relación laboral, una compensación económica en concepto de vacaciones anuales retribuidas no disfrutadas durante el período de devengo y/o el período de prórroga a causa de incapacidad laboral durante la totalidad o parte del período de devengo y/o del período de prórroga y, si así fuera, los criterios que deben aplicarse para calcular la compensación económica.

A este respecto, el Tribunal de Justicia consideró importante recordar en primer lugar que, en virtud del propio texto del artículo 7, apartado 1, de la Directiva 2003/88 —disposición que, según consta en la misma, no admite excepción alguna—, los trabajadores dispondrán de un período de al menos cuatro semanas de vacaciones anuales retribuidas. Por lo tanto, este derecho a vacaciones anuales retribuidas —que, según una jurisprudencia bien establecida, debe considerarse un principio del derecho social comunitario que reviste especial importancia— se reconoce a todo trabajador, con independencia de su estado de salud.

En segundo lugar, tal como se desprende del razonamiento anterior, el derecho a vacaciones anuales retribuidas no se extingue al finalizar el período de devengo de las vacaciones anuales y/o el período de prórroga fijado por el derecho nacional, cuando el trabajador se haya encontrado en si-

tuación de baja por enfermedad durante la totalidad o parte del período de devengo y no haya tenido efectivamente la posibilidad de ejercitar este derecho que la Directiva 2003/88 le reconoce.

Es cierto que, una vez finalizada la relación laboral, ya no resulta posible disfrutar de modo efectivo de las vacaciones anuales retribuidas y que, a fin de evitar que, como consecuencia de esta imposibilidad, el trabajador quede privado de todo disfrute del mencionado derecho, incluso en forma pecuniaria, el artículo 7, apartado 2, de la Directiva 2003/88 prevé que el trabajador tendrá derecho a una compensación económica. No obstante, ninguna disposición de la Directiva 2003/88 determina expresamente cómo ha de calcularse la compensación económica que sustituya al período o períodos mínimos de vacaciones anuales retribuidas en caso de finalización de la relación laboral.

Ahora bien, según la jurisprudencia del Tribunal de Justicia la expresión «vacaciones anuales retribuidas», que figura en el artículo 7, apartado 1, de la Directiva 2003/88, significa que, mientras duren las vacaciones anuales en el sentido de esta Directiva, debe mantenerse la retribución y, en otras palabras, que el trabajador debe percibir la retribución ordinaria por dicho período de descanso¹⁴. Al fijar la compensación económica que ha de abonarse al trabajador en virtud del artículo 7, apartado 2, de la Directiva 2003/88, los Estados miembros deben velar por que los criterios de aplicación nacionales se atengan a los límites que resultan de la propia Directiva.

Según la jurisprudencia del Tribunal de Justicia, la Directiva 2003/88 considera que el derecho a vacaciones anuales y el derecho a percibir una retribución en concepto de vacaciones constituyen dos vertientes de un único derecho. La obligación de retribuir las vacaciones tiene como objetivo colocar al trabajador, durante las citadas vacaciones, en una situación que, desde el punto de vista del salario, sea comparable a los períodos de trabajo¹⁵.

Por lo tanto, cuando se trate de un trabajador que, por razones ajenas a su voluntad, no haya estado en condiciones de ejercitar su derecho a vacaciones anuales retribuidas antes de que finalizara la relación laboral, la compensación económica a la que tiene derecho deberá calcularse de tal modo que el referido trabajador ocupe una situación comparable a aquella en la que se habría encontrado si hubiera ejercitado el mencionado derecho durante su relación laboral. De ello se sigue que la retribución ordinaria del trabajador, que es la que debe mantenerse durante el período

¹⁴ Véase la sentencia Robinson-Steele y otros, antes citada, apartado 50.

¹⁵ Véase la sentencia Robinson-Steele y otros, antes citada, apartado 58.

de descanso correspondiente a las vacaciones anuales retribuidas, resulta asimismo determinante para el cálculo de la compensación económica en concepto de vacaciones anuales retribuidas no disfrutadas al finalizar la relación laboral.

Comentario

Esta sentencia es relevante en la medida en que es la primera en la que el Tribunal de Justicia ha interpretado la directiva 2003/88. Hay que puntualizar, sin embargo, que esta directiva se ha limitado a codificar el derecho ya existente, contenido en la Directiva 93/104, que ya había sido modificada por la Directiva 2000/34/CE, con el fin de incluir en su ámbito de aplicación los sectores y actividades que habían quedado excluidos cuando se adoptó, en 1993. Se trataba de sectores tales como transportes aéreos, ferroviarios, por carretera, marítimos, de navegación interior, así como las actividades de pesca marítima y de los médicos en período de prácticas.

Por remisión del artículo 1, apartado 3, de la Directiva 93/104 al artículo 2 de la Directiva 89/391, las disposiciones de la primera no se aplican cuando se opongan a ello de manera concluyente las particularidades inherentes a determinadas actividades específicas de la función pública, por ejemplo, en las fuerzas armadas o la policía, o a determinadas actividades específicas en los servicios de protección civil. Esta misma remisión figura en el artículo 1, apartado 3, de la Directiva 2003/88.

Esta última prevé, al igual que la Directiva 93/104, que los Estados miembros pueden establecer excepciones en lo que se refiere al descanso diario y semanal, a las pausas, a la duración máxima del trabajo semanal y al trabajo nocturno, para determinadas categorías de trabajadores, como por ejemplo los ejecutivos dirigentes o los trabajadores en régimen familiar. Pueden, además, establecer la mismas excepciones para determinadas actividades tales como el trabajo offshore, las actividades de guardia y vigilancia, así como a aquéllas caracterizadas por la necesidad de garantizar la continuidad del servicio o de la producción, en particular cuando se trate de servicios relativos a la asistencia médica prestada por hospitales o centros similares, incluyendo las actividades de médicos en períodos de formación, de instituciones residenciales y de prisiones, del personal que trabaje en los puertos o aeropuertos, o de los trabajadores ferroviarios.

Esta no es la primera vez que el Tribunal de Justicia ha interpretado la disposición controvertida en estos dos litigios, a saber el artículo 7 de la Directiva 2003/88, relativo a las vacaciones anuales. Esta norma, que no ha sufrido modificación ni en su texto ni en su numeración, ha suscitado con anterioridad dudas en jueces nacionales, que han dado lugar a no menos de

cuatro sentencias¹⁶, dictadas todas ellas por salas de cinco jueces y no por la Gran sala como en este caso, y que han servido de precedente a ésta¹⁷.

De estas cuatro sentencias, el precedente más directo lo constituye, como se desprende de las numerosas veces que viene citada, la sentencia BECTU, que fue la primera en la que el Tribunal de Justicia interpretó el artículo 7 de la Directiva 93/104.

BECTU¹⁸ es un sindicato británico cuyos afiliados ejercen diversas actividades en los sectores de la radio, la televisión, el cine, el teatro y los espectáculos, como técnico de sonido, cámara, técnico de efectos especiales, operador, editor, investigador, peluquero o maquillador, y que trabajan con contratos de corta duración —inferior en muchos casos a trece semanas con el mismo empresario—, por lo que gran parte de ellos no cumplían el requisito establecido en la legislación nacional para obtener las vacaciones anuales retribuidas, consistente en trabajar durante ese tiempo, ininterrumpidamente, para el mismo empleador. En consecuencia, se privaba a los interesados de todo derecho a vacaciones, así como del derecho a percibir en su lugar una compensación económica, por el mero hecho de que, aun trabajando de manera regular, lo hacían para diferentes empresarios sucesivamente.

Fue en la sentencia BECTU en la que el Tribunal de Justicia declaró que el derecho de cada trabajador a vacaciones anuales retribuidas debe considerarse un principio del derecho social comunitario de especial importancia, respecto al cual no pueden establecerse excepciones y cuya aplicación por parte de las autoridades nacionales competentes únicamente puede efectuarse respetando los límites establecidos expresamente por la propia Directiva 93/104. Confirmó en ella, asimismo, la regla de que el trabajador deberá normalmente poder disfrutar de un descanso efectivo, en aras de una protección eficaz de su seguridad y su salud, ya que sólo en caso de que concluya la relación laboral su artículo 7, apartado 2, permite que el derecho a las vacaciones anuales retribuidas sea sustituido por una compensación financiera.

En la sentencia *Federatie Nederlandse Vakbeweging*, antes citada, el Tribunal de Justicia ha añadido que, si bien es cierto que el efecto positivo de las vacaciones anuales para la seguridad y la salud del trabajador se des-

¹⁶ Se trata de las sentencias BECTU, Merino Gómez, Robinson-Steele y otros, y *Federatie Nederlandse Vakbeweging*, antes citadas.

¹⁷ En la actualidad se halla pendiente de resolución el asunto C-158/09, en el que la Comisión ha demandado a España por no haber adoptado las disposiciones necesarias a fin de incorporar a la legislación interna la Directiva 2003/88 en lo que se refiere al personal no civil de las administraciones públicas.

¹⁸ Broadcasting, Entertainment, Cinematograph and Theater Union.

pliega plenamente cuando se disfrutan en el año previsto, es decir, durante el año en curso, este tiempo de reposo no pierde interés a este respecto aunque se disfrute en un período posterior. En tal caso, es decir, cuando las vacaciones, en el sentido de la Directiva, se disfruten en años posteriores, dado que pueden contribuir también a la seguridad y a la salud del trabajador, se rigen igualmente por lo dispuesto en la propia Directiva. En efecto, si se reconociera la posibilidad de compensar económicamente las vacaciones mínimas anuales transferidas podría producir el efecto, contrario a los objetivos perseguidos por la Directiva, de que el trabajador se planteara renunciar al tiempo de reposo o se viera incitado a ello. Por esta razón, el Tribunal de Justicia concluyó, en la citada sentencia, que el artículo 7, apartado 2, de la Directiva se opone a que las vacaciones mínimas anuales retribuidas puedan sustituirse por una indemnización económica en caso de transferencia a un año posterior. Además, al no figurar el artículo 7 de la Directiva entre las disposiciones respecto a las cuales ésta permite expresamente establecer excepciones carece de relevancia el que la compensación económica de las vacaciones anuales retribuidas se base o no en un pacto contractual.

Crónica

Crónica comunitaria: La actualidad institucional y económica de España en el marco de la Unión Europea

Beatriz Iñarritu

Profesora de la Universidad Comercial de Deusto

Sumario: Introducción.—I. El estado de la integración. I.1. Presidencia de la UE: dimisión del gobierno checo y polémicas declaraciones del presidente checo sobre la UE. I.2. Próximas presidencias de la UE: «Hoja de ruta» 2010-2011. I.3. Estado de la ratificación del Tratado de la Reforma de los Tratados Constitutivos (Tratado de Lisboa). I.4. Nacionalismos económicos: amenaza de división en la UE. I.5. Islandia: inicio del procedimiento de solicitud de Adhesión a la UE. I.6. Suiza: referéndum sobre la continuidad de los acuerdos con la UE.—II. La actualidad institucional de la Unión Europea. II.1. Consejos Europeos de la presidencia checa. II.2. Parlamento Europeo: elecciones en los Veintisiete. II.3. Próxima presidencia de la Comisión Europea: candidatura de Barroso. II.4. Registro de lobbies: Llamada a las empresas españolas.—III. Cuestiones generales de la actualidad económica. III.1. Unión Monetaria Europea: rebajas del tipo de interés e inyección de liquidez a la banca. III.2. Comisión Europea: propuesta de supervisión del sistema financiero. III.3. Apoyo a la banca comunitaria: compra de «activos tóxicos». III.4. Ayudas de la UE a las Economías del Este: Letonia, Hungría y Rumanía. III.5. Directiva que penaliza la contratación de trabajadores ilegales. III.6. Tribunal de Justicia: sentencia contra la liberalización de las farmacias. III.7. Competencia: sanción a Intel por abuso de posición de dominio en el mercado comunitario.

Introducción

En el primer semestre de 2009, la actualidad comunitaria se ha visto marcada, a nivel institucional, por las elecciones al Parlamento Europeo, convocadas por vez primera de manera simultánea en los Veintisiete Estados miembros. La participación siguió su descenso progresivo y apenas alcanzó el 43% y, por tercera vez consecutiva, los ciudadanos dieron su apoyo mayoritario al grupo conservador del Partido Popular Europeo. También la creciente presencia de grupos anti-europeos en la Cámara fue una nota destacada. Por su parte, los grupos socialdemócratas europeos, además de en-

cajar su derrota electoral, se mostraron incapaces para proponer un candidato de consenso para la nueva presidencia de la Comisión.

En el orden económico, la UE ha sido testigo de incipientes muestras de nacionalismos económicos que, según los análisis más pesimistas, podrían provocar un período de proteccionismos y de «desintegración» del Mercado Interior.

A pesar de ello, la lucha contra la crisis económica sí ha dado pie a ciertas iniciativas conjuntas en la Unión. Por una parte, destacan las decisiones del Banco Central Europeo de reducir los tipos de interés hasta un mínimo del 1%, inédito en la historia de la Unión Monetaria, y de inyectar liquidez al sistema, mediante la compra de bonos garantizados emitidos por las entidades financieras. Y, por otra parte, los Veintisiete han adoptado acuerdos relevantes en materia de compra de activos «tóxicos» que obstaculizan las concesiones de créditos por parte de los bancos, y han sentado las bases para un nuevo modelo de supervisión de los mercados financieros.

La UE también ha mostrado su espíritu de solidaridad al promover y conceder ayudas los Estados miembros que están sufriendo de manera más acusada los efectos de la crisis: Letonia, Hungría y Rumania.

La adopción de estas medidas y la confirmación de la celebración de un nuevo referéndum en Irlanda sobre el Tratado de Lisboa son nuevos impulsos en la integración comunitaria.

In this first six months of 2009, EU present time has been marked, on the institutional level, with the elections to the European Parliament, held for the first time simultaneously in the Twenty Seven member States.

Rate of participation has continued the downward trend and it only reached 43%, and for the third consecutive time, citizens gave their major support to the conservative group of the European People's Party.

The increasing presence of anti-european groups in the Parliament is also a remarkable news. On the other hand, the european social democrat groups had to admit their defeat, and adding to this fact their incapacity of proposing a candidate to the new Commission's presidency.

In the economic order, the EU has seen incipient signs of economical nationalisms which, in opinion of the most pessimistic analysis, could lead to a period of protectionisms and "disintegration" of the Single Market.

Battle against the economic crisis has led to certain joint initiatives in the Union. On one hand, it is remarkable the decisions taken by the European Central Bank to reduce interest rates to a minimum of 1%, unknown in the Monetary Unión history, and to supply liquidity to the system, through the acquisition of covered bonds launched by financial institutions. And, on the other hand, The Twenty Seven have adopted relevant agreements in the

field of buying “toxic” assets that obstruct credit concessions from banks, and have set the basis for a new model for EU financial supervision.

The EU has also shown its spirit of solidarity when promoting and lending help to the member States suffering more remarkably the crisis effects: Latvia, Hungary and Romania. The adoption of these measures as well as the confirmation of a second referendum in Ireland about the Lisbon Treaty are new steps towards EU integration.

I. El estado de la integración

I.1. Presidencia de la UE: dimisión del gobierno checo y polémicas declaraciones del presidente checo sobre la UE

El Gobierno de coalición de la República Checa se vio forzado a dimitir tras su derrota en una moción de censura votada en el Parlamento nacional el pasado 24 de marzo. La oposición reunió, finalmente, los 101 votos necesarios que establece la Carta Magna checa, sobre los 200 totales de la Cámara, para forzar la renuncia del ejecutivo.

Esta quinta y definitiva moción de censura fue planteada por el partido socialdemócrata y secundada por los comunistas así como por varios diputados disidentes de la propia coalición gubernamental. La consecuencia de la votación fue la dimisión de Mirek Topolanek como primer ministro del país centroeuropeo, circunstancia relevante para la UE puesto que Chequia era el país que, durante este primer semestre de 2009, ostentaba la presidencia semestral de la Unión Europea.

La dimisión de Topolanek dio paso a toda una serie de especulaciones sobre la inmediata gobernabilidad del país y sobre la incertidumbre provocada en la presidencia comunitaria. Las primeras previsiones apuntaban a que, en efecto, el saliente primer ministro y su equipo seguirían gobernando en funciones hasta el nombramiento de un nuevo ejecutivo, lo que hubiera podido demorarse en el tiempo y permitir a Topolanek cumplir con su agenda europea hasta el 30 de junio de 2009. En este sentido se pronunció el líder de la oposición socialdemócrata, Jiri Paroubek, cuando aseguró que «toleraría» al gobierno derrocado hasta el final de la presidencia de la UE.

Por su parte, la Comisión Europea emitió un comunicado al poco de conocerse el resultado de la votación en el Parlamento checo en el que recordaba que «según los Tratados comunitarios, la presidencia del Consejo corresponde al Estado miembro, que está representado por las autoridades gubernativas competentes según lo establecido en su Derecho Constitucional». Con esta afirmación, Bruselas manifestaba su plena confianza en que

la República Checa «siguiera ejerciendo la presidencia del Consejo con la misma eficacia con la que lo ha hecho hasta ahora».

En todo caso, y a pesar de estas tranquilizadoras declaraciones, la noticia provocó una lógica incertidumbre sobre el efecto que la dimisión del gobierno checo tendría sobre la agenda comunitaria en los meses siguientes. Diversas fuentes comunitarias señalaban que, a pesar de que la caída de un gobierno que ostenta la presidencia de turno de la UE afecta a la estabilidad de dicha presidencia, existe siempre un segundo nivel de altos funcionarios en el gobierno y en los ministerios que están capacitados para llevar a cabo sus tareas y afrontar sus responsabilidades en la presidencia.

De hecho, y a pesar de que las primeras previsiones apuntaban a la interinidad del gobierno hasta la celebración de elecciones anticipadas en otoño, el gobierno de Topolánek dimitió definitivamente el 8 de mayo, y cedió el poder a un gobierno de tecnócratas formado por funcionarios y diplomáticos, y dirigido por Jan Fischer, hasta entonces director de la Oficina Estadística checa.

El cese definitivo del gobierno checo provocó una situación insólita en la historia de la UE, puesto que en mayo y junio de 2009 las reuniones de los ministros y embajadores de los Veintisiete han debido ser presididas por funcionarios técnicos y apolíticos de este país centroeuropo.

En cualquier caso, es preciso recordar que no es la primera vez que un país encargado de presidir la Unión cambia de gobierno durante su mandato. Ya ocurrió en Italia en enero de 1996, cuando, apenas dos semanas después de que el país asumiera la presidencia comunitaria, el primer ministro Lamberto Dini presentó su dimisión y la de su gobierno de técnicos. A pesar de que, en esta ocasión, la Comisión Europea sí mostró abiertamente sus reticencias sobre la capacidad de Italia para asumir las responsabilidades de la presidencia de la UE, la representación diplomática del país ante la Unión señaló que la situación política italiana no afectaba a la marcha de los asuntos relacionados con la organización de la presidencia, ya que «en lo relativo al desarrollo de los objetivos prioritarios y el calendario de reuniones, todo estaba perfectamente previsto».

Y antes también se planteó esta situación en Alemania (1994) y Francia (1995), aunque en estos dos Estados, el cambio se produjo como consecuencia de los resultados de sendos procesos electorales durante sus respectivos semestres de presidencia comunitaria: en Alemania, por las elecciones al Parlamento federal (Bundestag) y en Francia por las elecciones presidenciales. En ambos casos, los observadores políticos concluyeron que los resultados de las presidencias se resintieron, y fueron muy inferiores a los que, en circunstancias normales, hubiera cabido esperar.

La República Checa protagonizó otra polémica comunitaria con motivo del discurso pronunciado por su Presidente ante el Parlamento Europeo el

19 de febrero. Václav Klaus comparó el sistema político de la UE con los regímenes totalitarios del siglo pasado. «Nosotros», dijo, «hemos conocido la amarga experiencia de que la ausencia de oposición significa la pérdida de libertad, y aquí no hay oposición, sólo se promueve una alternativa y los que se atreven a pensar de una manera diferente son etiquetados de enemigos». Insistió, en este sentido, en la necesidad de un «debate libre» sobre la idea de la integración europea y atacó el «dogma no criticable» que, a su juicio, defiende Bruselas respecto a la urgencia de seguir avanzando hacia una Europa más unida.

El líder checo mostró su determinada oposición a seguir profundizando en la integración europea y a dar más poderes al propio Parlamento Europeo, tal como prevé el Tratado de Lisboa. «Temo que los intentos de profundizar en la integración y llevar decisiones sobre las vidas de los ciudadanos de los Estados miembros al nivel europeo pueden poner en peligro todas las cosas positivas que Europa ha alcanzado en el último siglo», aseguró. En su opinión, «al no existir un pueblo europeo, la solución no es el refuerzo del papel del Parlamento Europeo». Concluyó, en este sentido, que la ratificación del Tratado de Lisboa acrecentará la ya enorme distancia entre los ciudadanos y los representantes europeos.

El discurso del Jefe del Estado de la República Checa fue juzgado como abiertamente ofensivo por un amplio número de eurodiputados, que optaron, incluso, por abandonar la Cámara. El presidente alemán de la institución, Hans-Gert Pötering, replicó en su turno de despedida al ponente que «en un Parlamento del pasado —de los de la antigua URSS y sus satélites—, probablemente usted no habría podido pronunciar este discurso».

1.2. *Próximas presidencias de la UE: «Hoja de Ruta» 2010-2011*

En febrero, los gobiernos de España, Bélgica y Hungría entregaron a la Comisión Europea un borrador del programa que los tres países se proponen desarrollar durante sus presidencias consecutivas de la UE, desde el 1 de enero de 2010 hasta el 30 de junio de 2011.

Con esta inusual iniciativa, los tres Estados miembros pretenden que las prioridades de la Unión no cambien cada semestre en función de las prioridades nacionales, sino que la continuidad en la estrategia comunitaria quede garantizada durante estos 18 meses.

El documento, que apenas aludía al Tratado de Lisboa, destacaba, en cambio, el cumplimiento en 2010, de los diez años desde el lanzamiento de la llamada «Estrategia de Lisboa», el plan lanzado por la UE en el cambio de siglo para recuperar la competitividad perdida y situarse en la vanguardia económica mundial.

Según los tres ejecutivos, la incapacidad de la Unión para conseguir los ambiciosos objetivos marcados en Lisboa, y la actual crisis económica, los hacen precisamente más necesarios y apremiantes.

Por ello, proponen aprovechar la revisión de la «Estrategia de Lisboa» para trazar una «Hoja de ruta» que permita a Europa superar la recesión lo antes posible y en las mejores condiciones. «Las tres Presidencias», dice el texto, «estamos comprometidas a actuar a nivel europeo para limitar los efectos de la crisis económica y financiera, y para contribuir a sentar unas bases sólidas para el relanzamiento de nuestras Economías bajo reglas revisadas y medidas que respondan a los actuales y futuros retos, con el objetivo de alcanzar un modelo de crecimiento sostenible».

La Política Energética será un eje prioritario. El documento anuncia la presentación, en primavera de 2010, de un plan bianual que contribuya a avanzar en la lucha contra el cambio climático mediante el ahorro y la apuesta por las energías renovables, y que garantice también, la seguridad del suministro.

Respecto a los preocupantes síntomas de proteccionismo e incluso xenofobia acaecidos recientemente en Europa, los tres países apuestan por asegurar el libre movimiento de los trabajadores y servicios dentro de la Unión, y por llegar a un Mercado Único de la propiedad intelectual y de los servicios financieros, aplicando sobre éstos criterios estrictos de transparencia y un sistema europeo de supervisión.

El documento subraya, asimismo, que una de las señas de identidad de la UE es la reducción de desigualdades entre territorios y grupos sociales, por lo que incluye una promesa de impulso de una nueva agenda social.

También señala el texto la previsible ratificación del ingreso de Croacia en la Unión en 2010 y aboga por «crear las condiciones» que permitan avanzar en las negociaciones con Turquía.

I.3. Estado de la ratificación del Tratado de la Reforma de los tratados constitutivos (Tratado de Lisboa)

La ratificación del Tratado de Lisboa en la República Checa dio un paso importante el 18 de febrero, al superar la votación en la Cámara baja del Parlamento. Un total de 125 de los 197 diputados presentes votó a favor del Tratado, con lo que se superó, con 5 votos, la necesaria mayoría cualificada de tres quintas partes de los 200 escaños. La mitad de los diputados del conservador Partido Democrático Ciudadano (ODS) en el poder votó a favor, junto con otros diputados de los partidos de la coalición gubernamental, el grupo democristiano y los Verdes. También apoyó el Tratado el grupo socialdemócrata.

La posterior ratificación en el Senado se produjo el 6 de mayo, tras un retraso provocado por la dimisión del gobierno ocurrida a finales del mes de marzo. A pesar de la incertidumbre previa sobre la votación, los senadores checos aprobaron el Tratado por una holgada mayoría de 54 votos favorables (que superaba la mayoría exigida de 49), frente a 20 votos de rechazo.

Sin embargo, y a pesar de que los sondeos apuntan a que una amplia mayoría de la sociedad checa apoya el nuevo Tratado, el euroescéptico Jefe del Estado, Václav Klaus, ha mostrado en repetidas ocasiones, como en su polémica alocución ante el pleno del Parlamento Europeo de febrero, su rechazo al Tratado comunitario y su intención de no firmar su ratificación hasta la celebración del segundo referéndum irlandés.

La República Checa se encuentra, por tanto, en una situación similar a la de Polonia, ya que en este país, a pesar de haber sido aprobado en el Parlamento, queda pendiente la ratificación del Tratado por parte del presidente Lech Kaczynski.

Y en Alemania, este último trámite tampoco ha sido cumplimentado, puesto que el presidente de la República, Horst Köhler, decidió en octubre paralizar la ratificación hasta que el Tribunal constitucional alemán desestime la demanda presentada por un diputado del grupo democristiano del Parlamento federal contra el Tratado.

El pasado 10 de febrero, la máxima instancia judicial alemana inició en Karlsruhe, el análisis de la demanda que se justifica en el hecho de que si el Tratado de Lisboa entra en vigor, Alemania dejaría de ser un país soberano, el Parlamento Federal se vería privado de su poder, y el propio Tribunal Constitucional germano se vería obligado a transferir gran parte de su competencia al Tribunal de Justicia de Luxemburgo.

Inicialmente la clase política alemana no pareció preocupada por la demanda, ya que Alemania, y en especial la canciller Angela Merkel, han sido, desde su misma concepción, los mayores defensores del Tratado de Lisboa. Según las tesis defendidas mayoritariamente por los políticos alemanes, el Tratado es un nuevo y vital instrumento para la actuación común de los Estados del viejo continente, y fortalece explícitamente los fundamentos democráticos de la Unión.

Sin embargo, el inesperado apoyo que ha recibido el recurso por parte de destacados representantes de la sociedad y medios de comunicación alemanes parece haber infundido un cierto temor a que, finalmente, los magistrados emitan un fallo de inconstitucionalidad sobre el Tratado.

Desde hace un tiempo se escuchan en el país voces disidentes que ponen en cuestión las bondades de la reforma, y que alertan sobre el peligro de que el Tratado de Lisboa socave la soberanía alemana por encima de los límites que permite la propia Constitución nacional. El desenlace judicial será, por tanto, trascendental, puesto que si los jueces estiman que el nuevo orden

européo se superpone o reemplaza a la Ley Fundamental de Alemania, aprobada el 23 de mayo de 1949, podrían forzar la celebración de un referéndum.

I.4. *Nacionalismos económicos: amenaza de división en la UE*

La crisis económica y las crecientes tasas de desempleo parecen amenazar los principios «sagrados» del Mercado Único, como son la libre circulación de trabajadores y mercancías, el derecho de establecimiento o la libre prestación de servicios.

La huelga de trabajadores británicos en una refinería contra el empleo temporal de otros italianos y portugueses bajo el lema de «los empleos británicos para trabajadores británicos», representó un ataque directo y profundo contra los cimientos del proyecto comunitario.

Y, también lo son determinadas medidas proteccionistas adoptadas por algunos Estados miembros. Francia anunció, a comienzos de año, su intención de conceder préstamos a sus fabricantes de automóviles (6.000 millones de euros), siempre que las empresas beneficiarias mantuvieran el empleo en Francia y en ningún caso llevaran parte de su producción a la República Checa, Eslovaquia o Rumania, países donde Peugeot-Citroën y Renault tienen plantas de ensamblaje.

El anuncio causó un profundo malestar en los países del Este de la Unión. El primer ministro checo, Topolanek, acusó el pasado 11 de febrero al presidente francés, Nicolás Sarkozy, de vulnerar las reglas del Mercado Único. Tras una primera defensa del plan de ayudas al sector de automoción francés («no es proteccionismo», alegó el ministro de Asuntos Exteriores, Bruno Le Maire, ya que «se trata de defender nuestra industria y nuestro empleo»), finalmente, el gobierno francés retiró del plan toda referencia a la obligación de mantener el empleo en el país.

Jose Manuel Durao Barroso, presidente de la Comisión Europea, señaló al respecto que los dirigentes de toda Europa están sometidos a «fuerzas presiones», debido a que «la gente y las empresas de la UE y del mundo están enfrentando tiempos duros». Según sus palabras, en este contexto el «repliegue nacionalista» es una tentación contra el Mercado Interior. En cualquier caso, coincidió con el primer ministro checo sobre los peligros que puede provocar el auge del nacionalismo económico y, en este sentido, se comprometió a examinar a fondo las medidas anunciadas por Sarkozy. «Analizaremos el plan francés y veremos si es compatible con las reglas del Mercado Interior», señaló.

Algunos analistas se muestran especialmente alarmados por estas oleadas de nacionalismo y proteccionismo, que incluyen, en ocasiones, peticiones gubernamentales de consumo de productos nacionales.

Según las tesis más pesimistas, la UE va a sufrir, en un futuro próximo, en torno a dos o tres años de desintegración. La fractura es ya palpable, según estos analistas, desde el momento en que la Comisión Europea ha aprobado diversos programas de apoyo a la banca que, presentados por los gobiernos de los Estados miembros, sólo benefician a sus bancos nacionales.

El riesgo de que una creciente espiral de proteccionismo dañe el Mercado Interior y obstaculice el comercio internacional preocupa a muchos expertos y analistas. «El comercio tiene que ser parte de la solución a la crisis», subrayó en una intervención pública la comisaria de Comercio, Catherine Alsthom.

1.5. Islandia: inicio del procedimiento de solicitud de Adhesión a la UE

El comisario de la Ampliación, Olli Rehn, afirmó a comienzos de febrero que Islandia se preparaba para presentar su demanda de Adhesión a la UE y que ésta sería tramitada aceleradamente, de manera que este país pudiera formar parte de la UE en 2010, al mismo tiempo que Croacia.

Según sus palabras, «es preferible que dos países se incorporen a la UE al mismo tiempo en lugar de que se produzcan dos entradas individuales, y si Islandia prepara pronto su solicitud, este país y Croacia podrían entrar al mismo tiempo». «Es una de las democracias más antiguas del mundo y su posición estratégica y económica sería un activo para la UE», añadió.

El país nunca antes había solicitado su ingreso en la UE, pero el colapso económico que ha sufrido la isla ha cambiado de forma radical este planteamiento. La devaluación de la moneda, la destrucción del ahorro y las pensiones, el desempleo y la necesidad de apoyo del Fondo Monetario Internacional provocaron la caída del gobierno en enero y la convocatoria de elecciones anticipadas el 25 de abril.

La socialdemócrata Jóhanna Sigurdardóttir, primera ministra electa del país, anunció de forma casi inmediata su intención de presentar al Parlamento un proyecto de ley que autorice el inicio de las negociaciones de Adhesión a la UE.

De las encuestas se desprende que la mayoría de los 320.000 islandeses desearía ingresar en la Unión, siendo una de las razones fundamentales la implantación del euro en sustitución de la desvalorizada corona. Sin embargo, la incorporación a la Unión Monetaria no será fácil ya que los tipos de interés en Islandia se sitúan actualmente en el 18%.

Los recelos sobre la cesión de caladeros pesqueros han sido, tradicionalmente, el argumento fundamental de oposición a la integración en la Unión, ya que ésta supondría la renuncia a los derechos exclusivos sobre la zona administrativa de 200 millas marinas.

I.6. *Suiza: referéndum sobre la continuidad de los acuerdos con la UE*

El pasado 8 de febrero tuvo lugar en Suiza una consulta a los ciudadanos sobre la continuidad de los acuerdos bilaterales pactados con la Unión Europea. Con un 60% de los votos decantándose por el «sí», los suizos apoyaron dichos acuerdos y avalaron, entre otras cuestiones, la validez de la libre circulación de personas y, por tanto, su aplicación a los ciudadanos de los últimos países que se han incorporado a la UE, búlgaros y rumanos.

La oposición a estos acuerdos se justificaba en diferentes argumentos, como el temor al dumping salarial, a una escalada de la criminalidad y al abuso de las prestaciones sociales por parte de los inmigrantes. Sin embargo, los analistas coinciden en afirmar que los intereses económicos y comerciales en juego debieron pesar más en el voto de los suizos, no en vano la UE es el principal socio comercial del país alpino.

II. **La actualidad institucional de la Union Europea**

II.1. *Consejos Europeos de la presidencia checa*

Durante el primer semestre de 2009, la presidencia checa de la Unión ha convocado tres Consejos Europeos en su composición de Jefes de Estado y de Gobierno de los Veintisiete.

La primera de las cumbres se celebró el 1 de marzo en Bruselas con el fin de restaurar la unidad de acción de los Veintisiete frente a la crisis económica y financiera. Los Veintisiete Jefes de Estado y de Gobierno trataron de transmitir una imagen de unidad respecto a las medidas a adoptar, que deberían incluir el refuerzo de la coordinación y la renuncia al unilateralismo y al proteccionismo económico. Destacaron, en su declaración final, la necesidad de respetar las normas del Mercado Interior y de la libre competencia, como vía para la recuperación de la actividad económica y del empleo.

La reunión hizo patentes las diferencias entre los anteriores y los nuevos Estados de la Unión. Los países del Este hicieron valer su temor hacia una escalada de medidas proteccionistas de sus socios occidentales (como el plan francés de ayuda a su industria de automoción) y la petición presentada por Polonia y Hungría de facilitar el acceso de algunos de estos países al euro con el fin de asegurar su estabilidad financiera no obtuvo el respaldo suficiente.

Por su parte, el Consejo Europeo ordinario de primavera, que también se celebró en la capital belga los días 19 y 20 de marzo, concluyó con una declaración en la que los Jefes de Estado y de Gobierno de los Veintisiete

señalaban la necesidad de «promover nuevos conocimientos» para estimular el empleo en la Unión. Recomendaban, asimismo, la intensificación del diálogo social, la mayor flexibilidad del mercado laboral y el impulso de la movilidad de los trabajadores europeos. La reunión también sirvió para elevar de 25.000 a 50.000 millones de euros el umbral de las líneas de crédito para asistir a los Estados miembros excluidos del Euro que sufran graves desequilibrios en su Balanza de Pagos (Letonia, Hungría y Rumania ya habían recibido entonces este apoyo).

Los Veintisiete declinaron acometer un «plan de rescate» para el conjunto de la región debido a las grandes diferencias existentes entre las Economías del Este que pudieran necesitar el apoyo de la UE, y decidieron, en este sentido, mantener el enfoque de analizar caso por caso.

Los Jefes de Estado y de Gobierno de los Veintisiete se reunieron con el presidente de Estados Unidos en Praga el 5 de abril. Y dado que Barack Obama ya había debatido con los principales líderes europeos sobre las medidas internacionales contra la crisis (supervisión de los sistemas financieros y eliminación de paraísos fiscales), la reunión centró sus debates en la lucha contra el cambio climático teniendo en cuenta, en particular, el giro radical que, sobre este tema, ha dado la administración norteamericana.

Y aunque ya en febrero la Unión se había planteado la celebración de un tercer Consejo Europeo en mayo con el fin de tratar los aspectos sociales de la crisis, finalmente los líderes comunitarios decidieron, en la cumbre de mediados de marzo, que este Consejo se transformara en una «reunión de interlocutores sociales con la presidencia del Consejo de Ministros y con la Comisión Europea».

Y así fue como, el 7 de mayo se celebró en Praga una «minicumbre» para tratar la crisis del empleo. En ella participaron las tres presidencias consecutivas de la Unión (la entonces responsable de la República Checa más las siguientes, de los gobiernos sueco y español) junto con representantes de la patronal y de los sindicatos europeos. La reunión se saldó con la presentación de un Decálogo de medidas para reactivar el empleo, que incluye un conjunto de recomendaciones: el ajuste temporal de los horarios de trabajo, el abaratamiento de los costes salariales indirectos, el impulso de organismos nacionales para el empleo, la mejora de la formación profesional, la movilidad y el autoempleo juvenil.

El gobierno checo convocó un tercer Consejo Europeo con el que daba por finalizada su presidencia. La cumbre se celebró en Bruselas el 18 y 19 de junio.

Los líderes europeos dieron un impulso definitivo a la convocatoria de un nuevo referéndum en Irlanda para ratificar el Tratado de Lisboa. Dublín consiguió que sus socios comunitarios aprobaran un texto que, con rango de protocolo, establece que el nuevo Tratado no afectará a la neutralidad mili-

tar del país, a su autonomía fiscal y a la legislación sobre el aborto, cuestiones consideradas clave para alcanzar el apoyo del pueblo irlandés.

El protocolo se incorporaría al ordenamiento jurídico comunitario con ocasión del próximo Tratado comunitario, que bien podría ser el Tratado de Adhesión de Croacia y/o Islandia. Según fuentes comunitarias, el texto del protocolo es «completamente compatible con el Tratado de Lisboa, y no necesitará una nueva ratificación en otros Estados». Las materias que contempla no son materia del Tratado, pero en opinión del gobierno irlandés, «el ciudadano estaba confundido al respecto y necesitaba clarificaciones».

El primer ministro, Brian Cowen, anunció la convocatoria de la consulta para comienzos del mes de octubre, y aseguró que, con las garantías conseguidas, «no contemplaba una derrota». De esta manera, y aun estando pendiente la firma de los presidentes checo y polaco, y la resolución del Tribunal Constitucional alemán, el Tratado de Lisboa podría entrar en vigor el 1 de enero de 2010, coincidiendo con la presidencia española del Consejo de Ministros de la UE.

Los Veintisiete también alcanzaron un acuerdo político para designar a Jose Manuel Durao Barroso para un segundo mandato de cinco años al frente de la Comisión Europea, y dieron vía libre a la reforma de la supervisión del sistema financiero europeo.

Esta reforma prevé la creación de un «Consejo Europeo de Riesgos Sistémicos», que alertará sobre riesgos para la estabilidad del sistema financiero, y de un «Sistema de Supervisores» (compuesto por tres autoridades europeas en los sectores bancarios, de seguros y de mercados de valores) que, con poderes vinculantes, comprobará que los supervisores nacionales cumplan unas normas únicas en todos los Estados miembros.

El compromiso alcanzado incluye un mandato a la Comisión para que presente, como muy tarde en otoño, propuestas legislativas concretas sobre ambos organismos, con el fin de que el nuevo modelo regulador del sistema financiero europeo pudiera funcionar antes de finales de 2010.

II.2. *Parlamento Europeo: elecciones en los Veintisiete*

Entre el 4 y el 7 de junio, la UE celebró su séptima elección directa al Parlamento Europeo. Los ciudadanos europeos eligieron, con su voto, a sus 736 representantes en la Cámara de Estrasburgo, siendo ésta la primera vez que los votantes de los Veintisiete Estados acudían simultáneamente a las urnas.

Con una nueva participación mínima del 43,24% (dos puntos por debajo de la anterior mínima del 45,47% de las elecciones de 2004), los partidos conservadores y los grupos euroescépticos se convirtieron en los vencedores en una gran mayoría de Estados:

- los partidos conservadores y de centro-derecha se impusieron en los países «grandes» de la Unión, Alemania, Francia, Italia, Reino Unido, España y Polonia,
- los grupos socialistas y socialdemócratas sufrieron severas derrotas en un número relevante de países como Reino Unido, Francia, Dinamarca, Holanda, Austria y Hungría,
- los ecologistas doblaron su representación en Francia y en Dinamarca, y mantuvieron sus resultados en Alemania,
- y también la extrema derecha logró avances significativos en Finlandia, Austria, Hungría, Eslovaquia, Holanda y Reino Unido.

A falta de la formación definitiva de grupos políticos en esta nueva legislatura, sí se confirmó la tercera victoria consecutiva del Partido Popular Europeo, PPE, con una representación aproximada de 264 diputados (si se añadiesen los diputados conservadores británicos, que aspiran a crear un grupo propio, los conservadores europeos podrían sumar más de 320 diputados).





























Y también se confirmó el aumento de su ventaja frente al segundo grupo, el Partido Socialista Europeo, PSE, que podría lograr 161 escaños.

Por su parte, y a pesar de un fuerte retroceso, los liberales del grupo ALDE continuarán siendo la tercera fuerza con 80 diputados, mientras que los Verdes podrían incrementar su representación hasta los 53 escaños. Los defensores de las soberanías nacionales del grupo «Unión por la Europa de las Naciones» llegarían a 35 escaños y la formación «Izquierda Unitaria» reduciría notablemente su representación, pasando a tener 32 diputados.

A la vista de los resultados, el portavoz del grupo socialista europeo, Martin Schulz, admitió abiertamente la derrota y señaló que la del 7 de junio era «una noche triste y amarga para la socialdemocracia». El comisario español Joaquín Almunia también admitía que «la izquierda y la socialdemocracia no han sido capaces de presentar en estas elecciones un proyecto claro que combine la eficacia económica con los valores que defiende el proyecto socialdemócrata de una Europa social y progresista».

Los votantes españoles elegimos a 50 eurodiputados, dos menos que en la legislatura anterior de 2004. El Partido Popular resultó ser la fuerza ganadora con 23 escaños, seguida del Partido Socialista que consiguió 21. La denominada «Coalición por Europa» (coalición nacionalista de CiU, PNV y CC) fue la tercera fuerza más votada, consiguiendo 2 escaños, los mismos que consiguió Izquierda Unida, IU-ICV. El Partido «Unión, Progreso y Democracia», y la coalición «Europa de los Pueblos» (integrada por ERC, BNG, ARALAR, EA y otros grupos) completaron la representación española con 1 eurodiputado cada uno. Tras la histórica caída de la participación

Composición del Parlamento Europeo 2009- 2014 (Provisional 11 de junio de 2009)

	EPP	PES	ALDE	UEN	GREENS/ EFA	GUE/ NGL	IND/ DEM	Otros	Total
 BE	6	5	5	0	3	0	0	3	22
 BG	6	4	5	0	0	0	0	2	17
 CZ	2	7	0	0	0	4	0	9	22
 DK	1	4	3	2	2	1	0	0	13
 DE	42	23	12	0	14	8	0	0	99
 EE	1	1	3	0	0	0	0	1	6
 IE	4	3	1	3	0	0	0	1	12
 EL	8	8	0	0	1	3	2	0	22
 ES	23	21	2	0	2	1	0	1	50
 FR	29	14	6	0	14	4	1	4	72
 IT	35	0	7	9	0	0	0	21	72
 CY	2	1	0	0	0	2	0	1	6
 LV	1	0	1	3	1	0	0	2	8
 LT	4	3	2	2	0	0	0	1	12
 LU	3	1	1	0	1	0	0	0	6
 HU	15	4	0	0	0	0	0	3	22
 MT	2	3	0	0	0	0	0	0	5
 NL	5	3	6	0	3	2	2	4	25
 AT	6	4	0	0	2	0	0	5	17
 PL	28	7	0	15	0	0	0	0	50
 PT	10	7	0	0	0	5	0	0	22
 RO	13	11	5	0	1	0	0	3	33
 SI	3	2	2	0	0	0	0	0	7
 SK	6	5	0	1	0	0	0	1	13
 FI	4	2	4	0	2	0	0	1	13
 SE	5	5	4	0	2	1	0	1	18
 UK	0	13	11	0	5	1	13	29	72
 Total UE	264	161	80	35	53	32	18	93	736

Desde julio de 2009, todos los grupos políticos deben contar con diputados de al menos 7 Es-tados miembros. Se requieren 25 diputados como mínimo para formar un grupo político.

EPP : Grupo del Partido Popular Europeo (Demócrata-Cristianos)

PES : Grupo Socialista en el Parlamento Europeo

ALDE : Grupo de la Alianza de los Demócratas y Liberales por Europa

UEN : Grupo Unión por la Europa de las Naciones

GREENS/ EFA : Grupo de los Verdes/Alianza Libre Europea

GUE/ NGL : Grupo Confederal de la Izquierda Unitaria Europea/Izquierda Verde Nórdica

IND/ DEM : Grupo Independencia/Democracia

registrada en las elecciones de 2004 (el descenso alcanzó entonces 20 puntos respecto a las elecciones de 1999, y situó la participación en el 45,14%), el desinterés volvió a ser la nota relevante en estas elecciones puesto que la tasa de participación se situó apenas en el 46%.

En cualquier caso, el séptimo Parlamento Europeo elegido directamente por los pueblos europeos deberá afrontar el generalizado clima de apatía de una amplia mayoría de ciudadanos hacia la construcción europea, y que se refleja en la cada vez más baja participación en los comicios europeos (desde la tasa del 61,99% de las elecciones de 1979 no ha dejado de bajar) y, también, la creciente presencia en la Cámara de diputados que han prometido a sus votantes «frenar a Europa».

II.3. *Próxima Presidencia de la Comisión Europea: candidatura de Barroso*

En un Congreso celebrado en abril, el Partido Popular Europeo, PPE, designó a Jose Manuel Durao Barroso como su candidato para presidir la próxima Comisión Europea, aun cuando oficialmente ya era el candidato del grupo conservador desde octubre de 2008.

La propuesta de continuidad de Barroso fue ratificada por los máximos líderes del PPE, entre los que figuran los primeros ministros de Francia, Alemania e Italia, François Fillon, Angela Merkel y Silvio Berlusconi, respectivamente.

La candidatura del portugués ha recibido, también, el apoyo explícito de tres jefes de gobierno socialistas, el español Jose Luis Rodríguez Zapatero, el portugués José Sócrates y el británico Gordon Brown, lo que sin duda evidencia la profunda división en la izquierda europea, así como su incapacidad para alcanzar un consenso en torno a un candidato.

Desde diferentes medios socialistas se apuntan diferentes motivos de rechazo a Barroso, destacando en particular el fracaso de la «Estrategia de Lisboa» que, en efecto, ha sido una iniciativa prioritaria del portugués durante su mandato y, también, el hecho de que fuera el «anfitrión» de la cumbre de las Azores donde se dio luz verde a la guerra de Irak.

El 9 de junio, Barroso hizo pública su disposición a aceptar la petición planteada por el presidente de turno de la Unión, el primer ministro checo Jan Fischer. Los Veintisiete Jefes de Estado y de Gobierno dieron su apoyo unánime al portugués el pasado 18 de junio, aunque su nombramiento final depende de la ratificación por parte del Parlamento Europeo. Si se constatare la existencia de una mayoría simple a su favor, la candidatura de Barroso podría someterse a la votación del pleno en la semana del 14 de julio.

II.4. *Registro de lobbies: llamada a las empresas españolas*

Desde junio de 2008, la Comisión Europea invita a inscribirse en un registro a todas las empresas, organizaciones no gubernamentales e institutos de estudios que, de manera directa o indirecta, ejercen alguna actividad de lobby en Bruselas.

Sin embargo, la ausencia de empresas españolas relevantes (como Iberdrola, Endesa, Gas Natural, Repsol, Banco Santander o BBVA) llevó al comisario responsable del Registro, Slim Kallas, a realizar en marzo un llamamiento expreso para que, finalmente, estas corporaciones españolas lleven a cabo su inscripción.

Kallas aseguró que el objetivo del registro de lobbies o «grupos de presión» es, precisamente, «romper la barrera cultural» que impide a muchas empresas y organizaciones reconocer públicamente su labor de lobby, y recordó también que «la UE nunca adopta decisiones sin un proceso de consulta previo», por lo que es preciso que las partes consultadas se identifiquen adecuadamente. Descartó, en cualquier caso, convertir en obligatoria la inscripción, puesto que, en sus palabras, «se tardaría diez años en adoptar la norma».

III. Cuestiones generales de la actualidad económica

III.1. *Unión monetaria europea: rebajas del tipo de interés e inyección de liquidez a la banca*

Durante el primer semestre de 2009, el BCE decidió cuatro rebajas sucesivas de los tipos de interés. En enero y marzo los recortes fueron de medio punto respectivamente, mientras que en abril y mayo, de un cuarto de punto cada uno. De esta manera, en el conjunto del semestre, los tipos bajaron un 1,5%, y pasaron del 2,5% de diciembre de 2008 al 1% fijado en la reunión del Consejo de Gobierno del Banco en mayo.

La rebaja de enero fue acogida con gran expectación, puesto que situaba al tipo de interés de referencia de la zona Euro en el 2%, nivel mínimo en el que ya se había situado entre 2003 y 2005. La decisión se justificó entonces por la caída de la inflación (el IPC de la eurozona había cerrado 2008 con un 1,6%, frente al alarmante 4,1% registrado en julio de ese año), y el presidente de la entidad monetaria, Jean Claude Trichet, dejaba la puerta abierta a nuevas rebajas. Según sus palabras, las perspectivas económicas estaban marcadas por «un grado excepcionalmente alto de incertidumbre» y la zona Euro atravesaba un momento particularmente difícil por el declive de las exportaciones y por la extrema debilidad del consumo y de la inversión.

En marzo, Trichet anunciaba un segundo recorte de medio punto, que situaba los tipos de interés en el 1,5%. Los analistas valoraron la decisión como histórica, por el hecho de que se alcanzaba el nivel de tipos más bajo desde la creación de la Unión Monetaria Europea en 1999. Las turbulencias financieras, el declive económico y el desplome de la inflación volvían a justificar la decisión del BCE de abaratar el precio del dinero, con el fin de que esta medida contribuyese a reactivar la actividad económica.

De nuevo en abril, el Banco Central Europeo aprobó una reducción de tipos, de un cuarto de punto. El recorte los situaba, entonces, en el 1,25%, nuevo valor mínimo sin precedentes en la historia de la UME y pretendía, una vez más, apoyar la recuperación de la Economía de la zona Euro. Trichet dibujó un panorama económico sombrío, con previsiones de deflación a mitad de 2009, y de una caída del PIB europeo de entre el 3 y el 4%, según estimaban los más relevantes organismos económicos internacionales.

En su reunión de mayo, el Consejo de Gobierno del BCE volvió a recortar los tipos un cuarto de punto y a marcar, por tanto, un nuevo mínimo del 1%. Junto con este recorte, la autoridad monetaria anunció la inyección de liquidez al sistema bancario a través de la compra de bonos garantizados por un importe total de 60.000 millones de euros. Con esta medida, el BCE pretende «desatascar» el crédito, es decir, conseguir que los bancos vuelvan a conceder préstamos a ciudadanos y empresas y que, gracias a éstos, la Economía supere el colapso actual.

Es una medida que se considera «no convencional» en materia monetaria ya que el incremento de dinero en circulación conlleva el riesgo de mayores tasas de inflación, si no se corrige en el momento en que la Economía comience a mostrar signos de recuperación.

La decisión, aunque no produjo gran sorpresa en medios económicos y financieros, puso de relieve la gravedad de la situación económica, que no había podido ser contrarrestada suficientemente ni con los sucesivos recortes de tipos ni con los planes de ayuda y rescate de la banca europea. También fue interpretada como una «concesión» de la tradicional e inflexible ortodoxia monetaria del BCE. Siguiendo la estela de otros Bancos Centrales, decidió, finalmente, recurrir a la «impresión de moneda», a pesar de los riesgos inflacionistas que esta medida conlleva. En las actuales circunstancias, el BCE ha pasado de centrar su interés en controlar la inflación a tratar de evitar la grave amenaza de la deflación, ya que la reducción de precios generaría nuevos retraimientos del consumo y de la actividad.

Los principales Bancos Centrales del mundo, entre los que figuran la Reserva Federal norteamericana, los Bancos Centrales de Inglaterra, Suiza, Canadá y Japón, ya habían puesto en marcha medidas de «impresión de dinero» y por importes muy superiores al anunciado por el BCE. De hecho, la Reserva Federal y del Banco de Inglaterra dedicarán más del 10% de su

riqueza a estas inyecciones de liquidez, mientras que los 60.000 millones de euros anunciados por el BCE apenas representan el 0,7% del PIB de la Eurozona. La prudencia del BCE se concretó también en el hecho de que la inyección de masa monetaria se realizaría a través de la compra de «bonos garantizados», es decir, bonos emitidos por instituciones financieras garantizados por deuda hipotecaria o por créditos a instituciones públicas, lo que significa que el Banco comprará títulos de bajo riesgo.

A pesar de que distintos medios consideran excesiva esta prudencia y reclaman mayores inyecciones de liquidez, los responsables de la autoridad monetaria europea también han debido atender las críticas procedentes de países que, como Alemania, se oponen a medidas que podrían desatar graves tensiones inflacionistas en el futuro. En su reunión de junio, el BCE anunció que la compra de bonos garantizados se iniciaría en julio y se mantendría hasta junio de 2010.

III.2. *Comisión Europea: propuesta de supervisión del sistema financiero*

La Comisión hizo pública el 27 de mayo su propuesta de reforzamiento del modelo de supervisión del sistema financiero, con el fin de evitar que se repitan los fallos e ineficiencias en la regulación y vigilancia de bancos, aseguradoras y mercados de valores y sus graves consecuencias para la Economía y el empleo en Europa.

La propuesta, basada en el informe de recomendaciones presentado en febrero por el grupo de expertos presidido por Jacques de Larosière, antiguo director gerente del Fondo Monetario Internacional y ex gobernador del Banco de Francia, plantea la creación de dos nuevas estructuras de supervisión:

- el «Consejo Europeo de Riesgos Sistémicos», órgano de vigilancia macroeconómica que deberá detectar y alertar sobre nuevas amenazas para la estabilidad financiera en la UE,
- el «Sistema Europeo de Supervisores Financieros», formado por tres autoridades que ejercerán el control sobre cada uno de los tres sectores financieros: la banca, los seguros y los mercados de valores. La supervisión de las entidades financieras individuales seguirá siendo ejercida por los supervisores nacionales, que deberán seguir unas reglas comunes en todos los países. Por su parte, las tres autoridades europeas se encargarán de supervisar, con poderes vinculantes, que las autoridades nacionales cumplan estas reglas y prácticas comunes.

Según la propuesta de Bruselas, el «Consejo de riesgos sistémicos» estaría integrado por los gobernadores de los Bancos Centrales de la UE así como por representantes de los organismos supervisores nacionales. Su mi-

sión, meramente consultiva, consistiría en emitir señales de aviso sobre situaciones de riesgo del sistema financiero, identificando aquellas debilidades que, en su caso, pudieran comprometer su estabilidad.

Por su parte, los presidentes y secretarios generales de las tres autoridades del «Sistema de Supervisores Financieros» serían profesionales independientes y su nombramiento, para mandatos de cinco años, exigiría el respaldo del Parlamento Europeo.

En la presentación del modelo, el presidente de la Comisión Europea, Jose Manuel Durao Barroso, manifestó la urgencia de esta iniciativa. «Tiene que ser ahora o nunca. Si no podemos reformar el sector financiero y su supervisión cuando tenemos una auténtica crisis ¿cuándo lo haremos?», señaló.

A pesar de la reticencia mostrada por algunos Estados, puesto que el nuevo modelo de supervisión supondría una cesión de soberanía importante en el control e inspección sobre la banca y el sector financiero en general, la propuesta fue aceptada por el Consejo Europeo de junio.

Ahora está de nuevo en manos de la Comisión, ya que ésta debe preparar un nuevo texto legislativo en forma de Reglamento detallado que, tras un nuevo debate entre los Veintisiete, podría entrar en vigor en 2010.

III.3. *Apoyo a la banca comunitaria: compra de «activos tóxicos»*

Los ministros de Economía y Finanzas lograron, en febrero, un primer acuerdo sobre los criterios y normas a seguir en los distintos Estados para sanear las entidades de crédito a través de la compra de sus «activos tóxicos».

Los Veintisiete abordaban así una nueva iniciativa contra la crisis financiera ante la evidencia de que, a pesar de las cuantiosas ayudas prestadas al sistema bancario, el mercado de crédito seguía sin funcionar debido, en gran medida, al lastre que significa para los bancos la tenencia de activos «tóxicos» (que no son líquidos porque no encuentran comprador).

Para evitar que estas compras públicas de activos bancarios distorsione la competencia, los Veintisiete decidieron acordar un enfoque común y coordinado para poner en marcha los llamados «Bancos malos», en los que algunos países quieren agrupar los activos problemáticos, y otras iniciativas similares, como las garantías públicas para estos activos.

Los expertos señalan que hasta que los bancos no estén saneados no volverán a prestar dinero y, por ello, el tratamiento de los «activos tóxicos» es un factor clave en la recuperación del sistema financiero. Es previsible, en este sentido, que los Estados miembros opten por distintas alternativas, y mientras algunos decidirán crear uno o varios «Bancos malos», otros optarán por otorgar garantías o avales a los créditos dañados.

Los ministros encargaron a la Comisión que elaborase las directrices sobre los criterios a seguir por los Estados en la compra de estos activos, para evitar que, en efecto, estas compras se conviertan en Ayudas de Estado ilegales.

Las concreciones necesarias hacían referencia a cuestiones como el tipo de activos que podrían ser adquiridos, su precio, y el tiempo y condiciones en que podrían permanecer, en su caso, en los «Bancos malos».

Según la propuesta de Bruselas, el precio deberá basarse en el valor económico real y no en el valor de mercado y su fijación tendrá que ser supervisada por expertos independientes, certificada por supervisores bancarios y validada por la propia Comisión Europea.

Los Estados miembros que pongan en marcha este tipo de planes de tratamiento de los activos «tóxicos» tendrán que garantizar un «reparto adecuado de los costes» entre los accionistas, los acreedores y los contribuyentes. Las entidades beneficiarias deberán pagar una remuneración justa al Estado, al menos equivalente a la que se paga por las recapitalizaciones.

La Comisión plantea también un plazo máximo de seis meses para que los bancos se acojan a estos nuevos planes de apoyo, ya que así se evitará la posibilidad de que las entidades retrasen la identificación de sus activos dañados con la esperanza de obtener mayores ayudas en el futuro.

La Comisión Europea apuntó que vigilará estrechamente, caso por caso, las operaciones resultantes del plan, y que la descarga de activos tóxicos quedará condicionada al compromiso de los bancos de poner en marcha planes de reestructuración y de reactivación del crédito. Bruselas exigirá la viabilidad de los bancos, y por ello podrá imponer la liquidación ordenada de bancos inviables, que únicamente sean capaces de sobrevivir gracias a las ayudas públicas.

La propuesta recibió el apoyo expreso del Consejo Europeo celebrado el 1 de marzo. La UE confía en que estas medidas excepcionales, tanto los «Bancos Malos» creados por los Estados como las garantías públicas, ayuden a atajar la profunda crisis financiera que atenaza a la Economía real europea.

III.4. *Ayudas de la UE a las Economías del Este: Letonia, Hungría y Rumanía*

La crisis económica y financiera está afectando muy duramente a las Economías emergentes de la UE. En pleno proceso de convergencia con los anteriores Estados miembros, la Europa del Este, que se incorporó a la Unión en 2004 y 2007, registra preocupantes retiradas de inversiones extranjeras y un fuerte retroceso de sus Exportaciones hacia sus socios occidentales. La crisis ha terminado por mostrar su fatal efecto en el modelo de

crecimiento de esos países, fundamentado en el desarrollo de industrias intensivas en mano de obra, que producían bienes de consumo que sus clientes occidentales han dejado de comprar.

La virulencia de la crisis en el Este de la UE ha provocado el desplome de las divisas y la amenaza de bancarrota para algunas de estas Economías. Los expertos vaticinan que no es probable que se produzca un colapso general en la región, pero sí existe el peligro de que algunos países entren en quiebra, en particular, aquellos que asumieron más riesgos en forma de deuda y déficit exterior, o los que cuentan con sistemas bancarios más frágiles.

Ante esta sombría perspectiva, la UE, en coordinación con el Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Mundial, ha debido aprobar ayudas de urgencia a los Estados en mayor situación de riesgo. A finales de marzo ya eran tres los países que habían recibido ayudas internacionales y europeas para afrontar la crisis: Letonia 10.000 millones de euros (3.100 procedentes de la UE), Hungría 25.000 millones (6.500 de la UE) y Rumania, 20.000 (5.000 de la UE).

La crisis financiera en el Este de Europa ha tenido, también, una notable repercusión en términos políticos, con la caída de gobiernos de países como Letonia, Hungría y República Checa. El record de inestabilidad parece corresponder a Letonia, ya que en este primer semestre de 2009 ha formado su quinceavo gobierno desde principios de los noventa. Esta república báltica, que creció un 50% entre 2004 y 2007, podría registrar un retroceso en su PIB del 12% en este año y el desempleo amenaza con llegar al 50% de la población activa.

III.5. *Directiva que penaliza la contratación de trabajadores ilegales*

El Consejo de Ministros de la UE aprobó el 25 de mayo una Directiva que armoniza y endurece, en ciertos casos con la obligatoria imposición de sanciones penales, la contratación de mano de obra extranjera ilegal.

Según la nueva norma, los empresarios que contraten trabajadores extranjeros en la UE deberán verificar la posesión, por parte del trabajador, de un permiso de residencia, guardar una copia de dicho permiso hasta el final del período de contratación y notificar a las autoridades competentes el establecimiento de esta relación laboral.

En caso de incumplimiento, el empleador será objeto de sanciones económicas, que serán más elevadas cuanto más personal ilegal haya contratado, y deberá pagar los gastos de repatriación. Podrá ser excluido de licitaciones para contrataciones públicas y, en determinados casos particularmente graves, las sanciones podrán tener carácter penal. En estas circunstancias graves se incluyen el incumplimiento repetido de las normas, la

contratación simultánea de un número significativo de ilegales, las condiciones de trabajo o el hecho de que, siendo consciente de ello, el empresario contrate trabajadores que sean víctimas del tráfico de personas.

Las estimaciones realizadas apuntan a la existencia de entre 4,5 y 8 millones de inmigrantes ilegales en la UE, concentrados en sectores como la construcción, la agricultura, la limpieza, la hostelería y la restauración. Según los informes previos de la Unión, esta cifra de trabajadores indocumentados no deja de aumentar precisamente por la facilidad de acceso al trabajo ilegal que existe en el continente.

III.6. *Tribunal de Justicia: sentencia contra la liberalización de las farmacias*

El Tribunal de Justicia de la UE dictaminó el pasado 19 de mayo que es legal que un Estado miembro reserve la tenencia y explotación de una farmacia exclusivamente a los farmacéuticos. Según los jueces comunitarios esta restricción al Derecho de Establecimiento y a la Libre Circulación de Capitales se justifica por el objetivo de garantizar un abastecimiento seguro y de calidad de medicamentos.

En su sentencia, la Corte hizo hincapié en que los medicamentos se distinguen de otras mercancías por sus efectos terapéuticos y que si se consumen de manera incorrecta o innecesaria pueden perjudicar gravemente la salud y suponer un derroche de recursos económicos.

Según los jueces, «aunque es innegable que el objetivo de los farmacéuticos, al igual que el de otras personas, es la obtención de beneficios, este ánimo de lucro está mitigado por su formación, su experiencia profesional y por la responsabilidad que les corresponde». En este sentido, y habida cuenta de la facultad reconocida a los Estados miembros para decidir el nivel de protección de la salud pública, éstos pueden exigir que los medicamentos sean distribuidos por farmacéuticos.

La sentencia indicaba que no sólo es justificable la exclusión de quienes no sean farmacéuticos de la explotación de una farmacia privada, sino que también considera legal la prohibición de que empresas de distribución de productos farmacéuticos adquieran participaciones en las farmacias municipales, tal y como establece la norma italiana. El Tribunal rechazaba con su sentencia los argumentos de la Comisión Europea a favor de la liberalización y respaldaba expresamente las legislaciones italiana y alemana, que, en efecto, habían sido cuestionadas ante el propio Tribunal.

En el caso alemán, la duda se planteó cuando varios farmacéuticos recurrieron una decisión ministerial que permitía a una compañía holandesa explotar una farmacia alemana, y las autoridades germanas decidieron entonces conocer la interpretación del Tribunal de Luxemburgo. En el caso de

Italia, la Comisión Europea había solicitado al Tribunal su pronunciamiento sobre el posible incumplimiento de este país del Derecho comunitario, por reservar la titularidad y explotación de farmacias privadas exclusivamente a los farmacéuticos.

III.7. *Competencia: sanción a Intel por abuso de posición de dominio en el mercado comunitario*

La Comisión Europea impuso el 13 de mayo una multa record, 1.065 millones de euros, a la empresa Intel, gigante mundial estadounidense de microprocesadores por prácticas abusivas de posición de dominio en el mercado comunitario.

Según fuentes del ejecutivo europeo, entre 2002 y 2007, Intel concertó con fabricantes de ordenadores (Acer, Dell, HP, Lenovo y Nec) y con una gran distribuidora (Media Mark) condiciones especiales de venta (descuentos, devoluciones y pagos directos), a cambio de que no compraran productos de su competencia, especialmente de su rival AMD.

En palabras de la comisaria de la Competencia, Neelie Kroes, el grupo informático «hizo pagos directos a los fabricantes de ordenadores para detener o retrasar el lanzamiento de productos que utilizaban los chips de la competencia y para limitar su distribución una vez que estaban disponibles». Según sus palabras, «millones y millones de europeos han sido víctimas de unas prácticas que reducen la competencia» y por ello se han visto privados de una oferta más variada y barata.

La sanción representa el 4,15% de la facturación de Intel en 2008, por debajo del 10% que, como máximo, podría haber alcanzado. Hasta la fecha, las sanciones más elevadas por abuso de posición dominante han sido las impuestas por la Comisión a Microsoft, en 2004 por 497 millones de euros y, posteriormente, en julio de 2006 y febrero de 2008, por 280,5 y 899 millones de euros respectivamente, en ambos casos por incumplir las medidas correctoras establecidas.

Una vez conocida la decisión de la Comisión, los máximos responsables de la empresa sancionada mostraron su total desacuerdo con la misma, la calificaron de errónea y anunciaron su intención de recurrirla ante la justicia comunitaria. Fuentes de la compañía americana aseguraron que la Comisión ignora la competencia feroz entre los dos grandes competidores que lleva a rebajas habituales en los precios como parte de su estrategia comercial. Apuntaron, además, que, en ningún caso habían vendido sus productos por debajo de su coste.

Boletín de Suscripción / Subscription form

Deseo suscribirme a **Cuadernos Europeos de Deusto** / Please enter my subscription to **Cuadernos Europeos de Deusto**
Suscripción anual (dos números) / annual rate (two issues): Zona euro: 36 €; otras zonas: 51 U.S. \$

Nombre / Name

Entidad / Institution

Dirección / Address

Ciudad, Estado / City, State, Country

C.P. / ZIP/Postal Code

CIF o NIF

Condiciones de pago / Payment options

- Cheque adjunto a nombre del Instituto de Estudios Europeos / Check enclosed payable to the Instituto de Estudios Europeos
- Transferencia bancaria a la cuenta 0182/1290/36/0016521104 } Ref: Cuadernos Europeos de Deusto
- Bank money order payable to the account: 0182/1290/36/0016521104 }
- Domiciliación bancaria

Boletín de domiciliación bancaria (sólo España)

Entidad Oficina DC Cuenta

Nombre y apellidos del titular

Fecha Firma

Cuadernos Europeos de Deusto

