

Qué esperar de la supercumbre del euro

Miércoles, 26 de junio de 2012. Artículo publicado en [Expansión](#).

*Federico STEINBERG**

¿Por qué no crece Europa?

La zona euro necesita una política económica distinta a la que ha ido poniendo en práctica desde el principio de la crisis tanto por motivos económicos como políticos. Desde el punto de vista económico, porque la estrategia de austeridad en un entorno recesivo y sin posibilidad de hacer una política monetaria expansiva y/o devaluar la moneda resulta contraproducente. Y desde el punto de vista político, porque el círculo vicioso de recortes, caída de la recaudación y más recortes, deslegitima a los gobiernos y es caldo de cultivo de movimientos populistas, extremistas y anti-europeistas. El Consejo Europeo de los días 28 y 29 de junio, que llega tras la petición formal de rescate por parte de España y Chipre, tiene la oportunidad de sentar las bases de esta nueva política económica. Si sus iniciativas resultan convincentes debería reducir el elevado nivel de inestabilidad en los mercados financieros y alejar las dudas sobre la viabilidad de la moneda única.

La zona euro debería dejar de pensar en sí misma como un conjunto de pequeñas economías abiertas y darse cuenta de que, tomada como un todo, es lo que los economistas llaman una “economía grande” (y, por tanto, con cierto poder de mercado) donde existe un elevadísimo nivel de interdependencia comercial y financiera (lo que hace que el mix de política económica deba ser diseñado a escala continental) y que, además, emite una moneda de reserva global, lo que le otorga un “poder monetario” que no está aprovechando. Este cambio de mentalidad y estrategia supondría, además, una señal para los inversores internacionales sobre la firme decisión de la zona euro de empezar a comportarse como una auténtica unión monetaria sostenida por objetivos políticos y no sólo como un sistema de tipos de cambio fijos cuya viabilidad económica está en cuestión por no tratarse de un área monetaria óptima.

Abandonar la obsesión

Esto supone, a corto plazo, abandonar la obsesión con el cumplimiento de los objetivos de déficit público nominales, suavizando la senda del ajuste fiscal en la periferia y, sobre todo, atendiendo al saldo estructural de las cuentas públicas, que tiene en cuenta que cuando la economía está cayendo hay un componente de déficit causado por los estabilizadores automáticos (menor recaudación y mayor gasto en prestaciones por desempleo) que desaparecerá automáticamente cuando la economía se recupere (y que, por tanto, no es necesario ajustar). Esto no significa que no deba haber una estrategia creíble

de consolidación fiscal a medio y largo plazo, pero existe abundante evidencia empírica que demuestra que llevar a cabo una política fiscal contractiva cuando la actividad económica está cayendo, hay una restricción de crédito y no se puede devaluar la moneda, agudiza la recesión, así como que en la periferia de la zona euro no se está produciendo el “ajuste fiscal expansivo” que Alemania sostenía que llegaría cuando comenzó a recomendar políticas de austeridad.

Asimismo, en el corto plazo, es imprescindible que el BCE actúe como prestamista de última instancia, ya que es la única institución capaz de reaccionar de forma rápida a los pánicos que caracterizan a los mercados financieros en momentos de elevada incertidumbre. Si bien es cierto que en condiciones normales su principal función es mantener la estabilidad de precios, en momentos de elevada inestabilidad financiera debe asegurar la supervivencia de la moneda de la que se ocupa. En una unión monetaria, eso exige, además de prestar a los bancos cuando los mercados están cerrados para evitar pánicos, comprar deuda soberana de quienes sufran ataques especulativos con el fin de evitar que países con problemas de liquidez (como España o Italia) puedan terminar volviéndose insolventes por una profecía autocumplida. Por ello, sería deseable que el BCE reactivara su programa de compras de deuda pública en el mercado secundario, bien en solitario, bien mediante algún tipo de cooperación con el Mecanismo Europeo de Estabilidad. Asimismo, debería relajar todavía más la política monetaria para intentar lograr un ligero aumento de la inflación (que facilite el ajuste de los desequilibrios por balanza de pagos en la zona euro y acelere el proceso de desapalancamiento de hogares, bancos, empresas y países) y una depreciación del euro, que permita dinamizar las exportaciones extracomunitarias.

Programa de estímulos

Por otra parte, la zona euro debería diseñar un programa de estímulos al crecimiento en línea con lo planteado por Alemania, Francia, Italia y España, que han anunciado inversiones por valor de 130.000 millones de euros mediante proyectos sufragados por aquellos países e instituciones que disfrutaran de bajos costes de financiación. Esto supone que el Banco Europeo de Inversiones y la Comisión Europea, que pueden financiarse a bajo coste porque emiten títulos de deuda con garantía europea (lo que en la práctica son eurobonos), deberían lanzar una oleada de inversiones de interés transeuropeo centradas especialmente en los países con mayores restricciones fiscales. Asimismo (y aunque esto es más difícil que ocurra), los países que tiene margen fiscal (especialmente Alemania) deberían reducir sus impuestos para incrementar el consumo y las importaciones de los países de la periferia, lo que además aumentaría el nivel de vida de sus ciudadanos, algo que tal vez contribuiría a mejorar su percepción de los beneficios del euro.

Por último, si la zona euro pretende realmente consolidarse como una unión monetaria irreversible, el pacto fiscal y las reformas estructurales debería

complementarse con una hoja de ruta clara para la creación de una unión bancaria. Los problemas de retroalimentación entre la deuda soberana y la bancaria, que han despertado dudas sobre la efectividad del rescate bancario a España, ponen de manifiesto que para alejar los temores de los inversores sobre un impago de deuda soberana o un pánico bancario en los países del sur de la zona euro es imprescindible dar pasos decididos hacia la integración bancaria. Ésta debería contar con un supervisor único a nivel de la zona euro (o de la UE) para los bancos sistémicos, un fondo de garantía de depósitos común a nivel europeo y un mecanismo de resolución de crisis bancarias centralizado que permitiera la recapitalización directa de los bancos que se encuentren en problemas, pudiendo obligar a los mismos a hacer quitas sobre sus pasivos (lo que se conoce como bail-in) para que los contribuyentes no tengan que soportar de forma exclusiva el coste de las reestructuraciones bancarias.

Como todas estas medidas requieren de financiación, en algún momento tendrán que ponerse en práctica algún tipo de eurobonos (el establecimiento de una tasa sobre las transacciones financieras internacionales no será suficiente para sufragar todos estos proyectos). Más allá del debate sobre cuál de las múltiples propuestas que hay sobre la mesa es la más idónea, lo cierto es que un amplio mercado de instrumentos de deuda europeos sería bienvenido por países emergentes con grandes reservas que están ansiosos por diversificar fuera del dólar. Si la zona euro fuera capaz de ofrecer un activo equivalente al bono estadounidense a diez años la zona euro podría comenzar a beneficiarse del poder que emana de la emisión de una moneda de reserva internacional, algo que EEUU lleva haciendo décadas.

En todo caso, como la mutualización de la deuda que suponen los eurobonos tiene efectos redistributivos (beneficia a los países con altos costes de financiación y perjudica a Alemania), su creación estará condicionada a avanzar en la integración política; es decir, a ceder más soberanía a Bruselas. Alemania ha dejado claro que está dispuesta a recorrer este camino y los países del sur, que tradicionalmente han sido más europeístas, no parece que vayan a plantear demasiadas resistencias. Lo que queda por ver es si Francia, siempre reacia a ceder soberanía en el terreno presupuestario, estará dispuesta a hacerlo. Posiblemente, Charles de Gaulle nunca lo hubiera hecho, pero ahora en el Eliseo está François Hollande.

() Investigador Principal de Economía del Real Instituto Elcano y profesor de la Universidad Autónoma de Madrid. Twitter:@steinbergf*