



ECONOMÍA

30
ANIVERSARIO
FAES

El futuro del euro y el papel de la unión bancaria

Román Escolano

Exministro de Economía

Luis María Linde

Exgobernador del Banco de España

Miguel Marín

Área de Economía de FAES





El siguiente diálogo se celebró en la sede de la Fundación FAES, el 13 de septiembre de 2019. En el mismo participaron el exministro de Economía, **Román Escolano**, el exgobernador del Banco de España, **Luis María Linde**, y moderó **Miguel Marín**, del área de Economía de FAES. Entre otras materias de actualidad económica, el diálogo se estructura en dos grandes bloques. En el primero de ellos, los tres expertos debaten sobre cuál es la coyuntura actual y la salud económica de la zona euro, y si gracias a la lección aprendida con la crisis del año 2009 hemos corregido a través de reformas los errores de diseño institucional y de integración bancaria y estamos mejor preparados ante la llegada de una posible recesión. En el segundo se analizan las nuevas medidas aprobadas por el BCE y anunciadas por Mario Draghi, y qué papel desempeñará la política monetaria durante los próximos años con el cambio en la presidencia del BCE y la nueva Comisión Europea.

Contexto económico y salud actual de la zona euro

**ROMÁN
ESCOLANO**

Con independencia del ciclo económico, hay razones de fondo por las cuales la economía europea puede ser en los próximos años una economía de crecimiento históricamente bajo

■ **Miguel Marín (moderador).** Tenemos un contexto económico absolutamente incierto, que está caracterizado por una fatiga del ciclo económico que se pone en marcha después de la crisis de 2008. Una fatiga que se ve en el volumen de comercio internacional que ha bajado en los últimos años, pero también en países como Alemania que están en una situación de casi recesión técnica. A su vez, hay una serie de elementos críticos, como el *brexit*, como la guerra comercial y de divisas entre Estados Unidos y China, la inestabilidad de los emergentes, que cada uno de ellos por sí mismo tiene identidad suficiente como para provocar una crisis internacional, y que siguen como nubarrones acechando alrededor de la idea de que puede haber una recesión global en ciernes.

Si aterrizamos en Europa observamos unas economías muy endeudadas y, por tanto, con poco margen fiscal para hacer frente a tiempos complicados. También una situación política complicada con sociedades llamémoslas aburguesadas, que son muy reacias al cambio y, en todo caso, a hacer nuevos sacrificios después de los que ya se han realizado o han tenido que sufrir después de la crisis de 2008, y una política monetaria que, después de una década de llevar la responsabilidad del crecimiento económico en Europa y de tener que salvar al euro de una situación muy complicada, vemos que está casi agotada en cuanto a sus herramientas. Cualquier observador externo podría decir que estamos próximos al jaque mate, que la situación no es la idónea.



En este contexto, pregunto y empiezo por ti, Luis. En primer lugar, ¿cómo valoráis que este sea el contexto económico de partida? Y segundo, en este contexto, la credibilidad, la estabilidad, la solvencia del euro se hace clave. ¿Cuál es el estado de salud del euro a día de hoy y con una mínima perspectiva de lo que ha pasado en los últimos años?

■ **Luis Linde.** No tengo nada sustancial que añadir o que enmendar a lo que tú has dicho. Estoy de acuerdo con esa descripción. Si esta reunión la hubiéramos tenido hace un año, parecía que el Banco Central Europeo (BCE) había conseguido gran parte de lo que quería conseguir y que la economía de la Unión Europea iba bastante bien; podía ir mejor, pero no iba mal. Desde entonces, el cambio que ha habido en el último año, en los últimos ocho o nueve meses, ya en el curso del año 2019, es un cambio que no es muy sencillo de explicar, y que debe tener causas muy complejas porque no hay ningún motivo que puedas considerar que es la causa de este frenazo económico, pero es donde estamos. Con una economía europea que claramente va a crecer muy poco o nada en lo que queda de este año. No estamos en recesión en el conjunto de la UE, técnicamente sólo está en recesión Italia. Pero, en recesión o no, lo importante es que el bloque franco-alemán, que es el motor de la UE, este año va a crecer en torno al 0,5%, mucho menos de lo esperado hace un año o dos.

LUIS LINDE

Lo importante es que el bloque franco-alemán, que es el motor de la UE, este año va a crecer en torno al 0,5%, mucho menos de lo esperado hace un año o dos



MIGUEL MARÍN

Hay una serie de elementos críticos, como el *brexit*, como la guerra comercial y de divisas entre Estados Unidos y China, la inestabilidad de los emergentes, que cada uno de ellos por sí mismo tiene identidad suficiente como para provocar una crisis internacional

Esta nueva situación sí que es un cambio importante que ha impulsado los cambios en la orientación de la política monetaria. De forma que estamos en un frenazo inesperado, cuyas causas son complejas, y con un euro que, como divisa, como símbolo y como la máxima realización de la unión monetaria, no corre peligro en este momento. Si comparamos hoy con el año 2012 o con el 2013, estamos en una situación de mayor solidez para el euro, no hay ninguna amenaza existencial sobre el euro, ni hay ningún temor a que sufra algún accidente grave, como se temía en el año 2012 o en el 2013.

Bien distinto es saber cuál va a ser la evolución de su tipo de cambio, que es una de las cosas más difíciles de predecir en economía. No obstante, me atrevería a decir que, en este momento, no veo ningún factor en relación con el dólar, que es lo fundamental, que permita prever una caída o una subida del euro frente al dólar. En esta situación en la que estamos, lo normal es que el tipo de cambio euro-dólar siga más o menos donde está. Esto, unido a que no hay ninguna amenaza existencial sobre la unión monetaria o sobre el euro en este momento, me parece que nos aporta alguna tranquilidad.

■ **Román Escolano.** Tampoco discreparía del análisis que has realizado. En la economía europea hay dos tendencias distintas. Una es secular, de crecimiento bajo. Son varias las razones por las que esta situación es así, el envejecimiento, la tendencia de la productividad, la reducción de la fuerza de trabajo en muchos países, el peso del sector público, la alta carga impositiva por la propia dimensión del Estado del bienestar, etc. Con independencia del ciclo económico, hay razones de fondo por las cuales la economía europea puede ser en los próximos años una economía de crecimiento históricamente bajo.

A esto se suman factores de corto plazo. La guerra comercial afecta a Europa de forma especial. Alemania, una economía muy abierta y exportadora, muy volcada en bienes de capital, automóviles, productos industriales, etc., está sufriendo de una forma desproporcionada la incertidumbre de la crisis comercial.





El efecto del *brexit*, difícil de cuantificar, sin duda es otro elemento de desconfianza, así como la crisis política que, en un caso como el italiano, está unida a vulnerabilidades financieras. El impulso positivo que habíamos visto desde el año 2014 se ha frenado en los últimos doce meses. Pero con independencia de estos *shocks* de corto plazo, probablemente vayamos a ver una economía europea creciendo poco en las próximas décadas.

En cuanto a la crisis del euro, no se puede ver, a mi juicio, separada de la crisis financiera global del año 2008, que se transforma en una crisis interna de la zona euro por razones completamente idiosincráticas, derivadas de sus propios defectos de construcción.

Pienso que el euro en estos momentos no está en peligro. Las cifras del Eurobarómetro dejan claro que los europeos siguen estando claramente a favor. Incluso en el caso griego no hubo una reacción social generalizada contra el euro. No ha habido, a pesar de la crisis económica y social, ningún vuelco de la opinión pública en contra. Al contrario, en muchos casos se ha visto el euro como mecanismo de protección: si vemos los efectos de las crisis en los países que bordean al euro (Hungría, los Países Bálticos, etc.), el estar fuera no les protegió frente a los efectos de la crisis financiera. Eso me parece importante para la aceptación del euro en el largo plazo. Después de un episodio muy complejo seguimos manteniendo la confianza.

■ **Miguel Marín.** Creo que es interesante tu planteamiento sobre el estancamiento secular en Europa, porque de alguna forma es una de las dos grandes líneas de pensamiento que han estado sobre la mesa en los últimos años, criticando o apoyando las medidas que estaba tomando el BCE. Será interesante porque de alguna forma has planteado una situación muy similar a la de Japón, y vemos que ahí la política monetaria ha jugado un papel muy descriptible. Hablaremos sobre ello más adelante.

A pesar de que los dos estéis de acuerdo en que no hay una duda existencial en contra del euro –tampoco la había en 2008, las cosas como son, esta se fue generando posteriormente–, sigue existiendo una cierta sensación de fragilidad en torno a esa arquitectura institucional del euro que se puso de manifiesto a partir de 2008, y que estaba inconclusa. A partir de ese momento se han hecho muchísimas reformas sobre el euro, o alrededor del euro, se han tocado reformas en el ámbito de la supervisión macroeconómica, se ha



ROMÁN ESCOLANO

Alemania es una economía muy abierta y exportadora, muy volcada en bienes de capital, automóviles, productos industriales, y está sufriendo de una forma desproporcionada la incertidumbre de la crisis comercial



reforzado el control sobre las cuentas públicas, en el ámbito de la provisión de liquidez con el MEDE, se ha consolidado el papel del BCE como prestamista de última instancia, el “*whatever it takes*” famoso de Mario Draghi. Se han hecho muchas cosas alrededor del euro y en la unión bancaria; por supuesto, el mecanismo único de supervisión y el de regulación.

Por tanto, ¿estas medidas que se han hecho os parecen eficaces, os parecen suficientes? Todos estos elementos críticos que hemos descrito antes son capaces de generar una crisis financiera global por sí mismos, ¿estamos más preparados para eso, hemos eliminado definitivamente el riesgo de redenominación de la deuda?

■ **Román Escolano.** No me gustaría ser indebidamente pesimista. Si recordamos cómo era la situación en el otoño del 2009, cuando empiezan los primeros problemas en Grecia, y el efecto dominó que se fue creando durante los primeros meses del 2010, no podemos dejar de valorar lo que se ha hecho.

ROMÁN ESCOLANO

Si recordamos cómo era la situación en el otoño del 2009, cuando empiezan los primeros problemas en Grecia, y el efecto dominó que se fue creando durante los primeros meses del 2010, no podemos dejar de valorar lo que se ha hecho

Recordemos, por solo poner un ejemplo, que a finales del año 2009 había todavía muchas limitaciones desde el punto de vista de la instrumentación de la política monetaria, por ejemplo, con los colaterales aceptables. Una vez producidas las fuertes caídas de *rating* en Grecia, se vivió una suerte de huida de la deuda griega, que provocó un efecto de estampida y agravó todo lo que siguió después.

Por otra parte, si a nosotros nos dicen en el año 2009 o 2010 que íbamos a tener un Mecanismo Único de Supervisión, un sistema único para la resolución bancaria, un fondo único de resolución, etc., no lo hubiéramos creído. Nada de esto existía entonces, ni en proyecto. De hecho, no existía ni siquiera a la altura del verano de 2014. Aunque otra crisis no sea algo que podamos descartar, la UE ha trabajado mucho y ahora tenemos instrumentos fundamentales que desde luego no teníamos al principio de la crisis de la Eurozona.

Pero tu pregunta es: ¿podemos repetir una crisis? Por supuesto que sí. Lo que creo que no podemos tener ya es la misma crisis. Es decir, si tuviéramos otra vez la misma secuencia de problemas que tuvimos en el otoño del 2009, la podríamos enfrentar porque esa gravísima crisis sería tratable con el esquema institucional actual. No me parece que este sea un logro menor. A mí me gustaría pen-



LUIS LINDE

Si comparamos hoy con el año 2012 o con el 2013, estamos en una situación de mayor solidez para el euro, no hay ninguna amenaza existencial sobre el euro, ni hay ningún temor a que sufra algún accidente grave, como se temía en el año 2012 o en el 2013



sar que, en alguna medida, ese Rubicón ya lo hemos cruzado, y que ya disponemos de elementos fundamentales de estabilidad.

Evidentemente, no con todos los elementos suficientes. Hay algunos pendientes de importancia crucial: falta todo el tercer pilar de la unión bancaria, el fondo de garantía único de depósitos. Faltan también otros factores clave para eliminar el bucle entre el riesgo soberano nacional y el riesgo bancario, y por lo tanto la fragmentación, como el llamado activo único o activo seguro. Ese tema es importante, pues sigue habiendo un evidente sesgo nacional (*home bias*) en las carteras de deuda de los bancos. Todos estos elementos están pendientes.

En los nuevos mecanismos de supervisión y de resolución, se han creado equipos de trabajo híbrido que toman parte de lo nuevo y parte de lo viejo. Esta coexistencia entre lo común y lo nacional sólo se testará con el tiempo; habrá que ver si pueden funcionar correctamente los equipos mixtos, o bien habrá que ir hacia otros mucho más centralizados. Son cuestiones importantes.

La crisis de la zona euro ha demostrado que la gobernanza importa. Los instrumentos que han dado mejor resultado han sido los instrumentos más integrados o, para entendernos, más federales. Lo que tiene naturaleza intergubernamental ha funcionado mucho peor. Esta es una lección de la crisis.

El gran triunfador ha sido el BCE, que es la única institución realmente común que tenemos en la Eurozona. El resto –incluido también el MEDE– ha funcionado de una forma mucho más complicada. Siempre se ha dicho que la UE sólo da saltos hacia una mayor supranacionalidad en épocas de crisis. Yo desde luego preferiría no tener que esperar a una crisis futura para dar otro salto institucional.

■ **Miguel Marín.** Luis, ¿cómo valoras entonces la situación actual, después de las reformas que se han realizado? ¿Realmente podríamos afrontar una situación tan crítica como la que pasamos en 2009 con los elementos que tenemos? Comparto



todo lo que ha dicho Román, pero yo añadiría que las economías públicas nacionales están ahora bastante más endeudadas que en el año 2009, por lo menos en el caso de España, y que esto complica también un poco el panorama.

■ **Luis Linde.** Esto último es evidente y es muy importante. En algunas presentaciones públicas he resumido lo que ocurrió en España y cómo se resolvió la crisis con una cifra que es muy fácil de entender. En el año 2006-2007 éramos con Finlandia el país más virtuoso de Europa con el 36% de deuda sobre PIB, y ahora estamos casi en el 100%. Es decir, que la crisis se ha resuelto subiendo la deuda pública del 40% al 100%. Ese es el resumen de la crisis en siete años. Empezaría por el punto donde ha terminado Román sobre todo lo que se ha hecho. De todas las instituciones europeas que han participado, han trabajado y siguen trabajando ahora, el BCE es la institución básica, la institución central, la institución europea más relevante por lo que hace, lo que puede hacer y lo que no puede hacer.

El BCE ha tenido una actividad intensísima en los últimos años, pero se puede resumir en dos capítulos. Uno es crear el Mecanismo Único de Supervisión (MUS); un trabajo enorme crear de la nada un aparato de supervisión común con 3.000 empleados en apenas dos o tres años. Eso es un trabajo muy importante y muy bien hecho. En la vida todo tiene sus problemas, todo es mejorable y todo tiene sus fallos, pero en conjunto, en estos momentos, la existencia del MUS anclado en el BCE es un elemento de estabilidad, de confianza y seriedad en el trabajo del BCE y en el sistema bancario europeo. Por consiguiente, ese es un gran logro que es indiscutible, el BCE ha mejorado, ha ampliado y ha diversificado sus instrumentos de actuación. De lo que era el BCE y su actuación en el año 2003-2004 a lo que es ahora hay un mundo; ahí ha habido también un trabajo enorme y muy bien hecho. El BCE es ahora un banco central con una capacidad operativa de actuación, una capacidad de influir en los mercados muy superior a lo que era hace unos cinco o seis años. Esto que ha hecho el BCE, junto con otras medidas que se han tomado en la gobernanza fiscal, colocan a la UE en una situación mejor, no diré a salvo de cualquier crisis, pero mejor que hace diez años, eso no tiene ninguna duda.

Otra cosa es que, claro, todo tiene sus límites; entonces realmente creo que es imposible pensar en una unión monetaria orde-

MIGUEL MARÍN

Si aterrizamos en Europa observamos unas economías muy endeudadas y, por tanto, con poco margen fiscal para hacer frente a tiempos complicados



nada y con capacidad de sobrevivir a los accidentes y a los problemas más graves si hay un desorden fiscal. Si algo nos indica la crisis que atravesamos y que se superó, es que la unión monetaria y la gestión de una moneda única no pueden sobrevivir a un desorden fiscal y a una política desordenada de déficits crecientes. Ahí se ha avanzado mucho, pero quizá aún no lo suficiente. Ahora estamos más protegidos de riesgos fiscales que hace diez años, pero quizá no todo lo que necesitaríamos.

■ **Román Escolano.** Coincido en que ahora estamos más protegidos. En los últimos meses, ante el caso italiano, sí que se ha visto que el mercado ha sido capaz de distinguir entre el riesgo italiano y el de España o Portugal. Ha habido una diferenciación. Si recordamos la facilidad con la que se extendió el contagio del caso griego al resto de la llamada “periferia”, algo sí ha cambiado. Tenemos un sistema más robusto y una mayor capacidad ante un contagio inmediato. En ese sentido, ha habido avances tangibles.

■ **Miguel Marín.** Además, estructuralmente, no sé si eso cambiará en el futuro, sí se viene observando permanentemente una mayor tolerancia de los mercados a los desequilibrios fiscales. De alguna forma, ello da también un cierto margen mayor que el anterior –tampoco tengo una trayectoria muy amplia–, pero esa es la sensación que da.

■ **Luis Linde.** Realmente, el punto álgido de la crisis pasada estuvo en el momento en el que tres países, que fueron Grecia, Irlanda y Portugal, amenazaban con hacer *default*; eso es lo que obliga a la UE a intervenir. La intervención no es más que la decisión de la autoridad europea de decir que, antes de que usted haga *default*, yo intervengo, evito el *default*, pero controlo su economía. En definitiva, eso fue la intervención.

En este momento, eso está un poco fuera del espectro de riesgo. Con las nuevas reglas de gobernanza fiscal es muy difícil, no digo que no pueda ocurrir porque todo puede ocurrir, pero es muy difícil. De manera que ahora podemos estar más tranquilos. Este elemento fue el gatillo que disparó las balas de la intervención, lo que puso en riesgo la supervivencia del euro tal y como se conocía y la probabilidad de que varios países saliesen del euro, el llamado riesgo de redenominación. Eso ahora no parece que esté sobre la mesa.

LUIS LINDE

En el año 2006-2007 éramos con Finlandia el país más virtuoso de Europa con el 36% de deuda PIB, y ahora estamos casi en el 100%. Es decir, que la crisis se ha resuelto subiendo la deuda pública del 40% al 100%. Ese es el resumen de la crisis en siete años



ROMÁN
ESCOLANO

Si tuviéramos otra vez la misma secuencia de problemas que tuvimos en el otoño del 2009, la podríamos enfrentar porque esa gravísima crisis sería tratable con el esquema institucional actual

■ **Román Escolano.** Cuando se produce el primer contagio, no existía el MEDE. Hubo que montar el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera negociándolo en tiempo real, y basándose en la unanimidad –recordemos que países como Finlandia cuestionan su participación hasta el último momento–.

El mecanismo de respuesta hubo que crearlo sobre la marcha, en un proceso muy complicado. El enfermo en el quirófano, con el corazón abierto, y teniendo que negociar en una sala paralela en unas condiciones que no son precisamente las ideales.

Todo eso ya ha quedado atrás. Meses después, el Fondo de Estabilidad Financiera se transforma en el MEDE, y ya la unanimidad desaparece. Hoy el arsenal es distinto. Los bancos europeos tienen un marco nuevo en la medida en que tenemos el MUS. El MEDE está operativo, con su *track record*, con capacidad de financiarse en el mercado, con una experiencia, un diálogo con los gobiernos nacionales y un liderazgo reconocido.

Por su parte, el BCE tiene, desde un punto de vista técnico, un arsenal que tampoco existía entonces. No existían las operaciones no convencionales, por ejemplo, las TLTRO (operaciones de financiación a largo plazo con objetivo específico). Las OMT (operaciones monetarias de compraventa) no se han llegado a poner en marcha, pero al menos –tras las palabras de Draghi en Londres– el concepto existe, e incluso se ha testado en los Tribunales. La artillería disponible en una situación de emergencia tendría muchos más elementos que antes. Con el paso del tiempo, creo que no nos acordamos de lo que era realmente la Unión Monetaria en el verano del año 2010, y quizá tendemos a minusvalorar lo mucho que se ha hecho.

Esto no nos debería llevar a un estado de placidez o autocomplacencia. Sería equivocado. Tenemos todavía abiertos muchos retos, pero desde luego estamos en una situación incomparablemente mejor que la que estábamos entonces.

■ **Miguel Marín.** Por todo lo que habéis comentado –y también desde el punto de vista de la Fundación FAES ha sido una línea editorial suya desde hace muchísimos años–, el siguiente paso natural sería culminar la unión bancaria con el tercer pilar y con el fondo de garantía de depósitos. Ciertamente este es un debate de largo reco-



rrido en las instituciones europeas y que encuentra las mismas resistencias. Es decir, poco nos hemos movido en las posiciones de los países del norte y de los países del sur al respecto.

La duda que me surge es: ¿sería suficiente ese fondo de garantía de depósitos que actuaría cuasi fiscalmente para culminar durante un tiempo razonable esa arquitectura institucional del euro, o necesariamente tenemos que ir hacia mecanismos de unión fiscal? Teniendo en cuenta que –también ha sido línea editorial de FAES– la unión fiscal plena entendida como un Tesoro, financiada con ingresos tributarios comunes, con capacidad de emisión de deuda, con garantía solidaria plena e incluso gestionada por una autoridad política o no política e independiente, incluso con armonización de prestaciones sociales del bienestar, eso particularmente aquí, en esta casa, se ve como inviable. Entonces, mantener determinadas aspiraciones en Europa puede estar haciendo que se demoren medidas tan necesarias como el fondo de garantía de depósitos y otras importantes.

■ **Luis Linde.** Efectivamente, es una discusión que se arrastra desde hace ya siete años o más. No es ningún secreto que Alemania ha tenido siempre una posición de reluctancia a aceptar esa vía, porque ha entendido que en realidad equivale a la unión fiscal. Una aceptación de un mecanismo común, un fondo común de garantía de depósitos que fuese efectivo y funcionase, eso equivale a asumir un riesgo fiscal muy grande que, de momento, Alemania no ha querido aceptar. Estoy de acuerdo con que es muy difícil. Si hay una vía de avance, no sé cuál puede ser ni estoy al tanto de los últimos avances de los últimos meses. Quizá la vía sea buscar un mecanismo que limite esos riesgos fiscales y que esa limitación sea creíble para Alemania, que es realmente el país que tiene que decir que sí. Si Alemania sigue en la actual posición, no sería posible.

■ **Román Escolano.** En efecto, este debate se arrastra desde los primeros días, desde Maastricht. En Alemania y los países afines, muchos pensaron no tanto en una verdadera unión monetaria, sino en algo parecido a la continuación de una zona de tipo de cambio fijo. Esta confusión conceptual se arrastra hasta hoy. Concebían el euro como un núcleo pequeño de países, y los demás (los que en su día tenían la banda ancha del SME) deberían quedar gravitando en torno a ese núcleo. Temían que, de otra forma, el incorporar a esa periferia supondría un mecanismo de transferencia permanente de recursos que no están dispuestos a asumir.

LUIS LINDE

De lo que era el BCE y su actuación en el año 2003-2004 a lo que es ahora hay un mundo, ahí ha habido también un trabajo enorme y muy bien hecho. El BCE es ahora un banco central con una capacidad operativa de actuación, una capacidad de influir en los mercados muy superior a lo que era hace cinco o seis años



Cuando el euro se pone en marcha en 1998, se parte de algo mucho más amplio, con España, Portugal e Italia. Es muy difícil convencer a Alemania de que, dado que el euro es irreversible –hemos visto esta irreversibilidad en el caso griego–, el sistema actual es el que puede llevar a la necesidad de rescates permanentes. Una unión bancaria plena, con una garantía única de depósitos, sería mucho más estable y daría lugar a mucha menor necesidad de rescates. Actuaría disuasoriamente, como ha insistido Klaus Regling. Y además, y esto lo ha estudiado el BCE, tampoco se sabe necesariamente en qué sentido irían dichos rescates. Siempre damos por hecho que los rescates irían del centro a la periferia, pero con un sistema integrado europeo de garantía de depósitos, si miramos hacia atrás, Alemania u otros países podrían haber sido los más beneficiados. Por lo tanto, ni siquiera *ex ante* podemos saber en qué flujos irían las posibles transferencias en un sistema de este tipo.

EDIS (European Deposit Insurance Scheme) resulta absolutamente imprescindible. Una posible línea de acuerdo podría ser llegar a un compromiso irrevocable –similar a lo que se hizo en Maastricht– sobre la fecha de creación de EDIS, aunque ésta tuviera que ser lejana en el tiempo. La señal más poderosa para el mercado sería lograr el compromiso político, da igual si en 2025 o 2030, mientras el mercado sepa que en algún momento el sistema va a estar completamente cerrado. Ese tiempo se debería ocupar en la llamada “reducción de riesgo”, que a algunos países les parece políticamente imprescindible para sus contribuyentes.

MIGUEL MARÍN

Tenemos una política monetaria que está casi agotada después de una década de llevar la responsabilidad del crecimiento económico en Europa y de tener que salvar al euro de una situación muy complicada



El activo común en algún momento tiene que existir. Y todavía tenemos trabajo pendiente en el tema de resolución. Este es un mecanismo nuevo, con un solo caso hasta ahora. Todavía hay dudas entre las nuevas normas europeas y las reglas nacionales de insolvencia. En el mundo real, donde hay que tomar decisiones en días o en horas, este tema no está suficientemente maduro.

Volviendo a tu pregunta inicial, las medidas necesarias serían: unión bancaria, EDIS, activo único y mecanismo de resolución.

La unión bancaria es el reto prioritario. La UE no soportaría una nueva crisis bancaria; no la soportaría desde el punto de vista político ni social. La cohesión, la coherencia interna, se resentiría mucho con una nueva crisis como la que tuvimos. La opinión pública no entendería qué está pasando y por qué no se ha hecho más.

El mecanismo presupuestario de estabilización que se está proponiendo puede tener un papel contracíclico importante, y deberá ser parte de la solución; pero si algo tenemos que hacer, tras el *shock* de la última crisis, es completar la unión bancaria. Para mí esto es lo fundamental: la atención tendría que estar centrada en culminar esto. Cuando no hay crisis, la historia de Europa nos dice que la atención política decae, pero no deberíamos perder más tiempo.

■ **Luis Linde.** Únicamente añadir a lo afirmado por Román, con quien estoy totalmente de acuerdo, que, en materia de resolución, efectivamente, eso está sin completar, hay un elemento que es clave para cerrar esa construcción que es tema de la liquidez. Como prueba alguna experiencia nuestra bastante reciente, esto está por resolver, y no es fácil, pero hay que resolverlo. Quizá lo más urgente para cerrar esa construcción de la resolución sea cómo se accede el tema de la liquidez.

Nuevas medidas aprobadas por el BCE

■ **Miguel Marín.** Vamos a aterrizar ya en el último bloque, de más actualidad. Aquí os pediría una valoración de las medidas que ha aprobado el Consejo de Gobierno del BCE, en el contexto de las últimas medidas de Draghi después de un mandato no poco intenso y a las puertas de abrirse el nuevo mandato de Christine Lagarde. Todo esto en un contexto mucho más amplio, sobre el que antes hablábamos, de una toma de conciencia cada vez más clara de que estamos en una si-



**ROMÁN
ESCOLANO**

El gran triunfador ha sido el BCE, que es la única institución realmente común que tenemos. El resto, incluido el MEDE, han funcionado de forma mucho más complicada



**ROMÁN
ESCOLANO**

La UE no soportaría una nueva crisis bancaria; no la soportaría desde el punto de vista político ni social. La cohesión, la coherencia interna, se resentiría mucho con una nueva crisis como la que tuvimos

tuación de estancamiento secular –no sé si es el crecimiento estacionario de los clásicos, si es Japón, no sé lo que es, pero realmente esto es así–, y parece que va a seguir siendo así.

En este sentido, ¿qué papel juega la política monetaria en todo esto? ¿Qué papel va a jugar la política monetaria en los próximos años? Sabiendo dónde estamos, en tipos de interés negativos, más negativos hoy que hace un tiempo, ¿cómo lo veis?

■ **Luis Linde.** Durante este año 2019 hemos vivido un giro de la política monetaria muy marcado y muy evidente que refleja un cambio en la posición económica de Europa. A comienzos de 2019 todo apuntaba a que íbamos hacia una normalización de la política monetaria, íbamos a terminar con las compras de activos, íbamos a empezar la subida de tipos, se iban a ir revisando esas ventanillas con las que se suministra liquidez a la banca a medio y largo plazo, era un camino de normalización en enero. Hoy es todo lo contrario, tenemos las últimas medidas aprobadas por el Consejo del BCE y la última conferencia de prensa de Draghi donde ha explicado muy bien este cambio de orientación. ¿Por qué? Básicamente porque ha habido un cambio en la economía de la UE tanto en materia de crecimiento como en materia de inflación.

A comienzos del año se pensaba que el BCE se acercaba a su objetivo de inflación, cerca, pero por debajo del 2% a medio plazo del índice de precios, y se pensaba que la economía europea –y dentro de la UE el bloque franco-alemán, que es el motor central– iba bien y estaba creciendo, pero eso cambia por completo en los primeros cinco o seis meses de este año y obliga claramente a repensar esa orientación. Repensar aquí es corregir el tiro. Se disparó hacia esa dirección, pero ahora hay que disparar en otro sentido porque el ataque viene desde otro lado.

Las medidas adoptadas recientemente por el BCE tocan todos los palos básicos de la política monetaria: ha tocado la “*forward guidance*”, la orientación por interés, donde Draghi claramente insistió en que la orientación de tipos de interés moderados y a la baja se mantendrá un tipo indefinido, el tiempo que haga falta, no se pone límite a esa orientación de tipos a la baja; se reanuda el programa de compras de activos que ya estaba en la reinversión de los vencimientos, ahora se pasa ya a comprar en sentido neto 30.000 millones de euros por mes al tipo que haga falta, no se pone límite, es lo



que se llama el “*open-ended*”, es un programa sin fin, sin término temporal fijado, lo cual es muy importante e indica la potencia de este instrumento; se hace una rebaja adicional al tipo negativo que estaba en el -0,4%, ahora va al -0,5% de la facilidad de depósito. Es decir, lo que deben pagar los bancos por situar en el BCE sus excedentes de liquidez, no lo que les pagan, sino lo que ellos deben pagar al BCE por esos excedentes, pasa al -0,5%; se mantienen los otros tipos de interés, de momento no se tocan, de forma que la orientación de la política monetaria pasa a ser otra vez expansiva, fuertemente expansiva, y es importante que no hay límites ni a esa retención de tipos de interés ni al tiempo en que se mantendrá ese -0,5%, sin cerrarse la posibilidad de que pueda aun rebajarse más en su caso, y tampoco se pone un fin a la política de comprar activos.

Todo esto plantea la pregunta de si está siendo eficaz, de si se está alcanzando lo que se llama en la jerga del oficio el *reversal rate*, el tipo de interés que ya no sólo no estimula la actividad, sino que la contrae, la impide, la frena. Hay diversos informes sobre esta cuestión, y el propio BCE ha hecho un informe donde no se manifiesta en apoyo de esa tesis, pues considera que aún no estamos ahí. Sobre esto, las opiniones son diversas, según algunos estamos muy cerca y según otros estamos muy lejos. En mi opinión, es verdad que los tipos negativos afectan a una cantidad pequeña de depósitos, pero no es aún algo dramático que afecte a muchos depósitos, pero evidentemente afecta a algunos, y desde luego afecta a la rentabilidad que puedan obtener los fondos de inversión, fondos de pensiones, instituciones y bancos.

¿Están afectados de un modo grave? Todavía no, pero si seguimos en esta línea llegará un momento en el que pueda haber un problema más grave. ¿Qué hacer? En su última conferencia de prensa, Draghi expresó que había habido un acuerdo muy amplio en todas las medidas menos –lo dijo claramente en la conferencia de prensa– en la reanudación de la compra de activos, donde hubo opiniones más diferenciadas, lo cual también es lógico. Sin embargo, en conjunto, considero que el BCE ha tomado estas medidas porque parecen ser las más lógicas dado este cambio en la cultura económica y este situarse otra vez lejos del objetivo de inflación y este bajo crecimiento que vamos a tener en el año 2019. No parece que sea un riesgo muy grande –aunque todo tiene riesgo en esta materia, son aguas no sondeadas antes, por ahí nunca se ha navegado–, y esto también nos lleva al famoso asunto del balance de los ban-

LUIS LINDE

A comienzos de 2019, todo apuntaba a que íbamos hacia una normalización de la política monetaria, a terminar con las compras de activos, a empezar la subida de tipos, se iban a ir revisando esas ventanillas con las que suministran liquidez a la banca a medio y largo plazo. Hoy es todo lo contrario



**ROMÁN
ESCOLANO**

De lo que el BCE ha comunicado recientemente, lo que más me ha llamado la atención es la llamada “forward guidance”. Draghi no ha puesto punto fijo en el tiempo a las compras de activos, sino que ha vinculado su continuidad a que la inflación subyacente se encuentre permanentemente cerca del objetivo del 2%

cos centrales. Si recuerdo bien las cifras, en el año 2008 el balance del BCE era cercano el 12% del PIB del área euro, y ahora estamos en el 40%. No digo nada sobre Japón, que su balance está ahora en el 110% del PIB. Al igual que la Reserva Federal estadounidense o el Banco de Inglaterra.

De manera que tenemos ahora unos bancos centrales, y el BCE es uno de ellos, que están en una posición de balance inédita, nueva por completo. Nunca habíamos estado así en la historia de los bancos centrales, y es algo que es impensable asumir que se puede corregir rápidamente. Eso es corregible, pero en ningún caso es posible corregirlo rápidamente. De forma que los bancos centrales, y el BCE el primero de ellos, tendrán que empezar a acostumbrarse a hacer una gestión de política monetaria con un balance enorme, y eso es algo nuevo, es algo en lo que no hay experiencia, ahí se va a aprender “*learning by doing*”, se va a aprender actuando, porque no se sabe. Ni siquiera hay mucha literatura académica sobre esto, porque nunca se ha hecho, nunca se ha estado en esa situación.

Por tanto, creo que el BCE ha tomado las medidas que le parecían lógicas dada su experiencia y su actuación en los últimos tiempos, y dada la nueva coyuntura económica de crecimiento e inflación. Efectivamente eso tiene riesgos, pero no parece que estemos cerca de esos riesgos; aún hay cierto margen y esas medidas se han tomado con la esperanza de que ese margen se usara para reanudar y llegar otra vez a una posición de más crecimiento y de más inflación.

■ **Román Escolano.** Las decisiones recientes del BCE pueden verse como un juego entre la política fiscal y la monetaria. El BCE dice no tener visibilidad sobre cuál va a ser la política fiscal, y no tiene ninguna confianza en que ese supuesto relevo fiscal se produzca, así que piensa que un endurecimiento de la política monetaria podría llevar a una solución de esquina en la cual, al final, tengamos lo peor de ambas alternativas. El recuerdo de la polémica subida de tipos en el año 2010 me parece que sigue presionando.

A toro pasado, muchos argumentaron que esa subida de tipos agravó la crisis y fue corresponsable de los problemas posteriores. Ante la falta de visibilidad de lo que pueda hacer la política fiscal, la reacción, hoy, es: por mi parte que no quede, yo me mantengo en una política muy acomodaticia y, en cualquier caso, espero que la política fiscal vaya tomando el relevo.



De lo que el BCE ha comunicado recientemente, lo que más me ha llamado la atención es la llamada “*forward guidance*”. Draghi realmente ha dado un mensaje potente no sólo porque no ha puesto punto fijo en el tiempo a las compras de activos, sino porque ha vinculado su continuidad a que la inflación subyacente se encuentre permanentemente cerca del objetivo del 2%.

Si uno ve cuál es la evolución de esta inflación subyacente, y la falta de tracción de las medidas monetarias, y uno lo prolonga en el tiempo, lo que se nos está diciendo es que se va a mantener esta política durante un periodo muy largo. Esto plantea, como sabemos, problemas de todo tipo, en particular para el sistema bancario.

El propio BCE parece ser consciente y ha intentado corregir o mitigar esto con las LTRO (operaciones de refinanciación a largo plazo) y con el sistema de segmentación de las reservas. Si es o no suficiente, lo iremos comprobando en el tiempo, pero, en cualquier caso, el elemento que a mí me ha llamado más la atención es lo dilatado del plazo anunciado.

LUIS LINDE

El BCE ha tomado las medidas que le parecían lógicas dada su experiencia y su actuación en los últimos tiempos, dada la nueva coyuntura económica de crecimiento e inflación

Este dilema de juegos que mencionaba es de solución muy compleja. Europa no es Estados Unidos, donde hay un único Tesoro con una política fiscal fácilmente identificable. Es una construcción única, completamente *sui generis*. Yo esperaría que la nueva presidenta del BCE use su talento y cercanía al mundo de los responsables políticos para que este dialogo con las autoridades fiscales sea eficaz. En cualquier caso, hay un consenso muy amplio sobre la dirección, sobre la necesidad de que las reformas estructurales y los presupuestos descarguen la presión excesiva a la que desde 2012 estamos sometiendo a la política monetaria.

■ **Miguel Marín.** No todos los países tienen margen fiscal, y precisamente estamos en uno que después de seis o siete años de crecimiento ininterrumpido no ha logrado bajar el déficit público por debajo del 2,5% aproximadamente, y además contamos con un 100% de deuda. Complicado salir a pedir dinero con estos mimbres...



ROMÁN ESCOLANO

Hay un consenso muy amplio sobre la dirección, sobre la necesidad de que las reformas estructurales y los presupuestos descarguen la presión excesiva a la que desde 2012 estamos sometiendo a la política monetaria



■ **Román Escolano.** Draghi fue muy explícito en esta cuestión, dijo que él centraba su mensaje en aquellos países con margen fiscal, que ya sabemos a cuáles se refiere –no son tantos y sobre todo es uno–. El mensaje estaba muy centrado y todos entendimos a quién iba dirigido.

También fue muy claro al hablar de reformas. Tenemos una nueva Comisión Europea (CE) que puede entender o no las reformas estructurales –tal y como las entendemos nosotros– como prioridad. Esperemos que sí. La propia unión bancaria es una reforma estructural en sí misma, para mí absolutamente prioritaria.

Tras la crisis, nos hemos apoyado demasiado en mecanismos de tipo intergubernamental, a expensas del papel tradicional de la Comisión. La UE no puede funcionar con base puramente intergubernamental, porque al final el resultado es el veto o el bloqueo. Aunque en algunas manifestaciones recientes no se ha expresado con demasiada claridad, espero que la nueva Comisión asuma realmente como prioridad culminar la construcción de la Eurozona.



SECRETARÍA
DE ESTADO
PARA LA UNIÓN EUROPEA



faes
FUNDACIÓN

Suscripción a Cuadernos de Pensamiento Político:
www.fundacionfaes.org/pay/confirmBuy?id=6362

Suscripción a la newsletter:
www.fundacionfaes.org/es/newsletter

C/ Ruiz de Alarcón, 13. 2ª planta
28014 Madrid
Tlf 915 766 857
info@fundacionfaes.org
fundacionfaes@fundacionfaes.org

DONACIONES

Multimedia

