

> TRIBUNA / ECONOMÍA / JOAQUÍN LÓPEZ PASCUAL Y JOAQUÍN ZAMORANO VALIÑA

- Los autores proponen reformar el régimen monetario europeo para atajar los desequilibrios en la Eurozona
- Creen que el marco actual, carente de disciplina, dificulta el desarrollo de las medidas que permitan salir de la crisis

Cambios para un futuro viable

LA ACTUAL CRISIS financiera y económica está suponiendo un desafío directo a la Unión Monetaria Europea (UME), al menos en la forma en que se diseñó originalmente. La tarea que al principio de la crisis se pensó consistiría en la recuperación de los niveles perdidos de producción y empleo, se ha transformado en solventar una crisis de deuda soberana de enorme magnitud que amenaza su propia viabilidad. Ya no se trata solamente de salir de esta crisis –que no es poco–, sino de hacerlo de la forma apropiada. Es decir, con un equilibrio entre las dos fuerzas motrices de toda unión monetaria: la solidaridad que debe ofrecerse entre los países miembros y la disciplina exigida por los mercados. Asimismo, sus autoridades económicas deben ser conscientes de cuál es el papel que la UME desea jugar en la resolución de los desequilibrios mundiales vigentes. Y aunque ahora parezca muy lejano, no es lo mismo que la zona euro salga de esta crisis presentando, en su conjunto, un déficit exterior, a que lo haga con un superávit, lo que no haría sino contribuir a exportar más el exceso de capacidad mundial e introducir mayores fuerzas deflacionistas.

Esta secuencia de acontecimientos se ha venido reflejando, naturalmente, en las medidas propuestas que van desde procesos de ajuste a medidas de política monetaria no convencionales, pasando por la adopción de reformas estructurales. Pero es razonable que se exijan otro tipo de medidas que hasta ahora sorprendentemente no han salido a la palestra, como por ejemplo aquellas que afectan al régimen monetario vigente, que como se sabe es el de metas de inflación. Esta propuesta de revisión crítica del régimen monetario no debería extrañar, pues al fin y al cabo uno de los pocos consensos que existen en la actualidad es que la actual crisis se inició en el sector financiero, del cual el régimen monetario constituye una parte esencial. Esta revisión crítica, además de necesaria por las razones que más adelante se expondrán, constituiría un ejercicio de auto-crítica de las autoridades monetarias, lo que les proporcionaría una mayor autoridad en sus reclamaciones sobre la necesidad de adoptar las reformas estructurales. No se trata de inventar la rueda ni de recomendar aventuras imposibles en los tiempos actuales, sino simplemente de analizar hasta qué punto los supuestos y las reglas de comportamiento del actual régimen monetario han podido perder su vigencia por la actual crisis económica y financiera.

Las razones que apoyan esta revisión son: a) La ausencia de disciplina que impone el actual régimen monetario; b) La necesidad de proporcionar el marco adecuado para que las reformas estructurales se desarrollen plenamente; c) La oportunidad de incorporar en la estrategia monetaria las lecciones que se han mostrado desde el inicio de la actual crisis económica y financiera

Respecto a la ausencia de disciplina, es evidente que el actual régimen monetario de metas de inflación tiene muy debilitada su ya de por sí laxa capacidad normativa, al tiempo que mantiene, al menos formalmente, unos objetivos muy alejados de los actuales. Asimismo, el marco teórico o conceptual que soporta al actual régimen monetario tampoco ofrece la suficiencia necesaria para explicar los acontecimientos; muy al contrario, se ve desbordado por ellos. Los viejos paradig-

mas macroeconómicos se encuentran en una profunda revisión.

En lo que concierne a su adecuación a las posibles reformas estructurales, sólo cabe señalar que conforme esas reformas consigan producir sus efectos sobre el modo de funcionamiento de la economía, harán más evidente la obsolescencia del actual régimen monetario. Baste señalar como ejemplo que la flexibilización laboral y la ausencia de indiciación salarial de cualquier tipo, como correspondería a una economía en la que los salarios se refieren a la productividad, reclamarán nuevos objetivos de inflación y formas diferentes de crearse las expectativas inflacionistas y su forma de referenciarlas. Mucha de la eficacia de las reformas estructurales dependerá de su inserción en un régimen monetario adecuado.

Y, por último, porque ya es hora de reparar esa especie de arrogancia monetaria en que se incurrió en el diseño inicial de la UME; o lo que es igual, es el momento de incorporar las lecciones que la actual crisis económica y monetaria ha proporcionado hasta ahora. En efecto, muchas de las dificultades actuales se derivan de errores cometidos en la concepción de la zona euro, como, por ejemplo, la creencia de que con la adopción de una política monetaria única en un régimen monetario de metas de inflación se lograría una mayor integración económica que, a la postre, llevase a un ciclo económico más homogéneo y, de esta forma, justificar la adopción de ese tipo de interés común para todos los países miembros. Desgraciadamente, esto no ha sido así. De hecho, la unificación monetaria ha contribuido a la heterogeneidad de los países miembros al alentar su especialización productiva, industrial en la zona norte y servicios y construcción (hasta la aparición de la crisis) en la zona sur. Heterogeneidad que no hace sino aumentar la que proviene de la divergencia de ciertas políticas económicas, como la referente a la política fiscal y salarial entre ambos grupos de países.

Lo que está claro es que esta heterogeneidad ha tenido unas claras y significativas influencias en la actual situación de la UME, al evidenciar que diferentes deudas soberanas tienen solvencias distintas. Aquellos países que optaron por una mayor industrialización presentan superávit externos, trabajadores cualificados y elevado crecimiento potencial, y, por tanto, pueden presumir de déficit fiscales pequeños y de ofrecer una deuda soberana atractiva. Mientras, los otros países miembros exhiben un déficit exterior, una deficiencia de mano de obra cualificada, un déficit público elevado, y tienen una deuda soberana mucho

menos atractiva. Consecuentemente, los inversores invierten en deuda de determinados países y no en la de otros, lo que explica la actual crisis de deuda soberana. Esto justificaría la creación de eurobonos, pero no de la financiación monetaria. El error fue disponer de un régimen monetario que no supo detectar a tiempo este proceso y haber creído que por el mero hecho de ser ambos grupos de países miembros de una UME, sus deudas eran equiparables en condiciones y riesgo

ASIMISMO, la heterogeneidad de la especialización productiva propicia que determinados países de la UME incurran de forma sistemática en superávit exteriores estructurales, mientras que otros países muestran déficit exteriores estructurales. Estos últimos no pueden encontrar financiación permanente porque están ya sobreendeudados. Sólo lo podrán hacer recibiendo transferencias de renta de los países con superávit externos; es decir, con la implantación del federalismo fiscal y, por tanto, con instituciones completamente distintas a las establecidas inicialmente. De otra forma, los países con déficit exterior tendrán que abandonar el euro para devaluar. Por último, esta heterogeneidad también se traduce en unas mayores diferencias entre las tasas de crecimiento potencial, tanto en términos nominales como reales.

El reto actual es cómo incorporar nuevas reglas monetarias (y presupuestarias) creíbles ante esta heterogeneidad existente en la zona euro. La respuesta es realizar una revisión crítica del actual régimen monetario con la finalidad de evitar la tentación de continuar con reglas homogéneas en medio de esta heterogeneidad y, por tanto, de muy distintas tasas de crecimiento potenciales. Disponer de un único tipo de interés mina la actividad de las economías más débiles y anuncia déficit estructurales (los corregidos por el ciclo económico) cero sería mucho más difícil de alcanzar para países con elevadas ratios de deuda pública o con altas tasas de crecimiento. Sería mucho más efectivo disponer de reglas específicas para cada país, que dependan básicamente de su crecimiento potencial, pero también mucho más complicado.

En definitiva, el actual régimen monetario de metas de inflación en su acepción flexible es dramáticamente permisivo y simple para una zona tan compleja como la UME. Es necesario acometer modificaciones en el actual régimen monetario que refuercen su capacidad de imponer disciplina y cambiar su marco teórico. Se trata, nada más y nada menos, que incorporarlas y adecuar el actual régimen monetario a las actuales circunstancias de mayor heterogeneidad.

Joaquín López Pascual es profesor de Gestión Bancaria y Joaquín Zamorano Valiña de Macroeconomía en el Colegio Universitario de Estudios Financieros (CUNEF) de Madrid.



LPO

«Ya no se trata solamente de salir de esta crisis –que no es poco–, sino de hacerlo de la manera apropiada»

Siga el Blog

de nuestro Consejo Editorial

www.elmundo.es/elmundo/opinion.html

Siempre con
EL MUNDO