



PERSPECTIVAS DE LA UNIÓN MONETARIA EUROPEA (UME)

Antonio Torrero *

Resumen

La ampliación de los diferenciales de los tipos de interés entre los países del euro ha abierto una nueva dinámica. Ahora, la financiación y el coste de los recursos dependen del juicio que merezca la situación de cada economía nacional a los mercados financieros mundiales.

Los Estados –todos, en mayor o menor medida– tienen recortada su soberanía, tanto más cuanto mayor sea el nivel de endeudamiento del país y más aguda la dependencia de las valoraciones de los activos en las carteras de los agentes económicos nacionales.

Abstract

The expansion of interest rate spreads between countries in the EuroZone has opened up a new dynamic. Now, financing and the cost of resources depend on the judgement made by the global financial markets regarding the situation in each national economy.

Governments –all of them to a greater or lesser degree– have had their sovereignty reined in, more so when the level of the country's indebtedness is higher and its dependence on the assessments of assets in the portfolios of national economic agents is more acute.

1. Una nueva situación

Con la crisis financiera que estalla en el otoño de 2007, y el agudo agravamiento por la caída de Lehman Brothers un año después, la UME ha entrado en una nueva etapa dominada por la inestabilidad y la incertidumbre respecto a su futuro.

La crisis financiera ha afectado a todos los países de la Unión, por motivos diferentes:

- En los países ahorradores (Alemania a la cabeza), la crisis financiera internacional se ha manifestado a través del deterioro de los activos del sistema bancario, compradores ávidos de activos tóxicos con alta rentabilidad y calificación.
- Los países menos desarrollados de la UME (España entre ellos) no han sido compradores de esos activos tóxicos, pero el amparo financiero del euro les permitió, durante casi una década, un fuerte crecimiento basado en el endeudamiento masivo de familias y empresas, obtenido de los mercados internacionales, intermediado por el sistema bancario y empleado básicamente en el sector construcción.

La ampliación de los diferenciales de los tipos de interés entre los países del euro ha abierto una nueva dinámica. Ahora, la financiación y el coste de los recursos dependen del juicio que merezca la situación de cada economía nacional a los mercados financieros mundiales.

La UME, concebida como un espacio en el cual las diferencias de tipos de interés eran marginales, y reflejo, principalmente de la dimensión de los mercados de bonos públicos, ya no existe. Las condiciones financieras similares desaparecieron cuando el endeudamiento de los países (el total, no sólo el público) dependientes en mayor medida de la financiación exterior (España en lugar muy significado), alcanzó un nivel inquietante para los prestamistas.

* Universidad de Alcalá.

Para mostrar mi opinión con claridad: La UME se ha mantenido estable en tanto que los países menos competitivos compensaban su inferioridad tecnológica y organizativa mediante la apelación al endeudamiento exterior. Ese proceso ha finalizado. Se ha abierto una nueva etapa.

¿Qué puede suceder? ¿Cuál será el desenlace de la dinámica que se ha puesto en marcha? Naturalmente, lo ignoro. Permítaseme, sin embargo, que especule sobre lo que puede acontecer.

Keynes dijo en cierta ocasión que “lo inevitable nunca sucede, siempre tiene lugar lo inesperado”. Esto debería ser aviso para los arriesgados profetas. No obstante, pese a su afirmación, él no dejó de intentar entrever el futuro, con distinta fortuna, pero con un saldo final que me parece admirable.

Como es obvio, puede producirse cualquier acontecimiento completamente imprevisible que altere el panorama actual: un desastre natural, una situación bélica, una revolución política en un país importante, un agravamiento de la crisis financiera internacional...

Supongamos que no se produce un suceso de ese tipo, exógeno al sistema. Intentaré elucubrar sobre lo que puede acontecer tomando como hilo conductor el comportamiento de los mercados financieros. Es posible que se atribuya la evolución a un acontecimiento *completamente* imprevisible; pudiera ser, empero, que sólo fuera el detonante de la precipitación de una tendencia de fondo *algo más* previsible, que intentaré esbozar a continuación.

La mayor inestabilidad financiera se debe al peso creciente de los mercados en el sistema financiero mundial. A esta situación se ha llegado en un proceso que arranca de la ruptura de la organización surgida en Bretton Woods en 1973, apoyado en un cambio fundamental en las ideas económicas y financieras¹. No puedo abordar aquí las posibles consecuencias económicas aunque pueden apreciarse en el texto que sigue mis prevenciones al respecto. Lo que deseo situar como punto de partida son dos temas:

- 1) El predominio de los mercados conlleva una perspectiva temporal distinta; ahora las decisiones sobre la movilidad de los recursos financieros es constante y los ajustes son inmediatos.
- 2) Las motivaciones de los que adoptan las decisiones son diferentes a las pautas que rigen las de los banqueros o las del Fondo Monetario Internacional (FMI); los gestores profesionales son ahora los protagonistas fundamentales y tienen sus propios intereses y modelo de comportamiento.

¹ El lector interesado puede recurrir a Torrero (2008).



2. Crisis financiera y reformas institucionales

La crisis financiera en la que estamos inmersos ha impulsado la reflexión sobre la adecuación institucional en los sistemas financieros, planteándose propuestas en orden a corregir los defectos que la han provocado. La Gran Depresión de los años treinta del pasado siglo, inspiró la legislación financiera del *New Deal*: separó la banca comercial de la de inversión; creó el seguro de depósitos; y estableció límites a la competencia en la captación de los recursos de las entidades de depósito.

La profundidad de la crisis financiera actual induce a reformas de gran calado. Las propuestas de reformas radicales (segmentación de actividades; limitaciones al tamaño de la entidad; control de los movimientos internacionales de capital...) se enfrentan a la poderosa resistencia de los grandes grupos financieros. Algunas modificaciones se han producido, destacando la desaparición de la banca de inversión como tal en los Estados Unidos; la mayoría de estas empresas se han integrado con otras entidades y, sobre todo, han sido colocadas bajo la supervisión de la Reserva Federal. Poco más. No se ha desmontado el entramado institucional ni se han corregido los estímulos que provocaron el aumento de la propensión al riesgo; persisten, por tanto, los impulsos de fondo que desencadenaron la crisis sistémica.

Tres características, que me parecen fundamentales, mantienen plenamente su vigencia: 1) el protagonismo de los mercados financieros y su interconexión con el sistema bancario; 2) el ámbito internacional en el cual operan las grandes instituciones financieras; y 3) el peso de la inversión institucional, con gestión profesional, orientada a todos los países y mercados, y conectada también con los grandes grupos financieros.

Los mercados financieros han pasado muy malos momentos. La liquidez desapareció súbitamente incluso en los mercados a corto plazo, lo que no había sucedido ni en La Gran Depresión como ha subrayado Greenspan (2010). Los apoyos públicos han sido fundamentales para su normalización. Sin embargo, ahora, como antes de la crisis, los mercados siguen siendo los protagonistas en la asignación del ahorro mundial.

El ámbito internacional plantea cuestiones con difícil respuesta. ¿Cómo se articula la regulación, la supervisión, y la resolución en caso de crisis? En la última década ha tenido lugar un proceso de concentración, con fuerte incremento de la dimensión de los grandes grupos financieros, presentes en todas las actividades; al tiempo, han extendido su presencia global. La crisis actual, y en particular el trauma de *Lehman Brothers*, ha situado en primera línea de atención el peligro del riesgo sistémico; una de las cuestiones, más debatidas es reducir la dimensión de los grupos financieros para que no se produzcan los efectos del riesgo moral implícitos en la idea de “demasiado grande para no salvarlo”, en caso de crisis (Thomson 2009; Brunnermeier *et al.* 2009). No obstante el riesgo sistémico no se deriva simplemente de la dimensión; es fundamental el grado de interconexión con otras instituciones financieras.

El espinoso, y no abordado asunto de la globalización financiera, plantea, además, otros interrogantes. La internacionalización de los flujos financieros se defiende con un argumento poderoso: permite la asignación de los recursos a los usos más productivos a nivel mundial. Un principio derivado del anterior es que la internacionalización posibilita que los países emergentes complementen su ahorro interno con el externo y aceleren su ritmo de crecimiento económico.

Esta armónica construcción se ha puesto en cuestión. Los flujos complementan el ahorro, pero el de los Estados Unidos, único país con capacidad de generación masiva de activos financieros para atender la creciente e insistente demanda. Los países emergentes, dudan de las ventajas de la entrada masiva de recursos puesto que, los impulsos positivos iniciales van seguidos del aumento de vulnerabilidad financiera y la mayor frecuencia de episodios de crisis (Rodrik y Subramarian, 2009).

¿Existen límites a la globalización financiera? De contestarse afirmativamente, ¿qué parámetros los determinarían?, ¿qué autoridad los impondría?, ¿ven todos los países el tema con el mismo prisma?, ¿tienen todos los países intereses similares al respecto? Sobre estas relevantes cuestiones se está produciendo un alud de análisis y reflexiones; hay consenso en que la estabilidad financiera debe centrarse en considerar no sólo el riesgo de cada institución, sino el sistémico. En torno al resto de los asuntos de gran calado, la crítica del pasado ha avanzado mucho más que las propuestas *operativas* y *compartidas* sobre el entorno institucional del futuro.

La tercera característica es la decisiva importancia de la inversión institucional con gestión profesional y ámbito global. Me refiero a los Fondos Soberanos, a los Fondos de capital riesgo, a los *Hedge Funds*, a las instituciones financieras calificadas como “bancos en la sombra”, a las entidades administradoras de patrimonios, y a los propios grupos bancarios con un peso importante en la gestión de patrimonios ajenos y de sus propios recursos. Todos ellos confluyen en los mercados y con su actuación determinan la tendencia.

Me interesa subrayar dos aspectos: a) la creación de opinión, y b) el efecto rebaño.

En cuanto a la creación de opinión, los principales servicios de estudios de las instituciones financieras tienen una influencia importante y creciente. La sofisticación de los análisis y la capacidad de difusión les otorgan una gran relevancia en la configuración del clima del mercado. El seguimiento de la actuación de los actores principales de esta comunidad aumenta la emulación y el comportamiento gregario.

Como he señalado en otras ocasiones, el seguimiento de la actuación de otros, el comportamiento acompañando y reforzando la tendencia global, no es irracional en absoluto desde el punto de vista microeconómico, aunque puede incubar riesgo sistémico. Es comprensible que se intente actuar con la tendencia general cuando la incertidumbre induce a pensar que los demás pueden estar mejor informados; por otra parte, el error generalizado, caso de producirse, o de acabar en un desastre, es una cobertura sólida para el profesional que aconseja o adopta decisiones en los mercados.



3. Los mercados financieros y el euro

En los años de funcionamiento del euro se han gestado desigualdades en la evolución económica y financiera de los países integrantes, que eran percibidas por las instituciones y mercados financieros, esto es, por los evaluadores del riesgo. No alcanzaban, sin embargo, niveles que pudieran hacer temer una ruptura de la convención establecida respecto a la práctica igualdad de los tipos de interés, respaldada por la UME.

Las discrepancias se han acentuado con la crisis actual; los desequilibrios se han manifestado finalmente, en necesidades de financiación cada vez mayores que suscitaron inquietud en un marco de escaso crecimiento económico. Especial relevancia tienen los abultados déficit públicos cuya tendencia se considera insostenible, si no se producen correcciones inmediatas de gran entidad (Ceccetti *et al.* 2010).

El segundo aspecto destacado por los mercados ha sido la tibia respuesta de la UME ante las diferencias de coste de la financiación que se estaban agrandando, y las vacilaciones en la resolución de crisis en países concretos.

Los motivos de los países para adoptar el euro como moneda, renunciando a la autonomía monetaria, han sido muy diferentes. Sin entrar ahora en las razones específicas de cada país, se entendió, en términos generales, que la moneda común era un elemento de cohesión que habría de impulsar el largo camino hacia la unión política².

En los países con menor nivel de renta, la entrada en el euro se consideraba el ancla proveedora de disciplina y rigor en la conducción de la economía, así como la palanca que permitiría la reducción de los tipos de interés y el fácil acceso a la financiación en el mercado internacional.

Lo que se ha puesto de relieve, sin embargo, es que el amparo del euro ha permitido que los desequilibrios financieros alcancen una magnitud impensable con moneda propia. Mientras crecía el endeudamiento con el exterior, estos países –entre ellos España– experimentaban los mayores crecimientos en la UME, y también pérdidas acumuladas de competitividad por la superior tasa de inflación.

Con la crisis financiera, esta evolución ha generado una tendencia de difícil corrección: crecimiento del endeudamiento público, bajo crecimiento económico, y costes crecientes de la financiación exterior. La renovación del stock de deuda total (no sólo pública) se ha convertido así en la preocupación esencial de los gobiernos; esto significa que la opinión de los mercados financieros sobre la sostenibilidad de las economías es una cuestión fundamental.

² Para una visión crítica de este planteamiento, realizada en 1996, ver Torrero (2010).

Para expresarlo con más claridad: han resultado fallidas las esperanzas de que la UME conllevara rigor y disciplina presupuestaria; ahora, quien está imponiendo las directrices son los mercados financieros y su parámetro básico para decidir es la capacidad de los prestatarios para hacer frente a sus obligaciones financieras en el futuro.

Es importante percibir el cambio que se ha producido: los gobiernos tenían a Bruselas como referencia para evaluar su margen de discrecionalidad y decidir en consecuencia; de forma paulatina, pero perceptible, la orientación ha pasado hacia el juicio que merezcan las decisiones a los mercados financieros, que es tanto como decir a las instituciones de inversión, regidas por profesionales con criterios e intereses específicos.

Ya no se trata de apelar a la comprensión y a la solidaridad de prestamistas bancarios, del FMI o de los socios europeos. Las reacciones de los mercados pueden ser expeditivas, susceptibles de movimientos súbitos provocados por el comportamiento gregario de los operadores financieros; como se ha advertido de forma gráfica, éstos votan, y continuamente, con los pies.

4. La difícil explicación del protagonismo de los mercados financieros

Cuando los bancos internacionales han sido los prestamistas fundamentales, como sucedió con el reciclaje de los petrodólares entre 1973 y 1982, la presencia y presión de los financiadores era identificable y visible. Si los préstamos los realiza un país, o el FMI sucede lo mismo: se conoce el acreedor, se sabe con quien negociar, así como sus exigencias y capacidad de intimidación.

Incluso si el protagonismo se concentra en un centro financiero, se identifica el ámbito de decisión. Durante más de un siglo –de hecho hasta el comienzo de la segunda guerra mundial– la City de Londres era el gran mercado para la colocación de empréstitos de empresas y países. La opinión de las instituciones que conformaban la City determinaba las posibilidades de obtención de fondos, y sus códigos de valoración eran conocidos.

La situación actual es completamente distinta. No hay un centro financiero identificable geográficamente que asuma el protagonismo ni tampoco instituciones financieras concretas. Los mercados financieros están conformados por una comunidad numerosísima de gestores profesionales, los cuales actúan por cuenta de instituciones, financieras y no financieras, muy diversas (bancos, aseguradoras, fondos de inversión, fondos de pensiones, *hedge funds*... y un largo etcétera); operan con perspectiva global en todos los mercados (acciones, bonos, mercancías...); y tienen una extraordinaria capacidad de movilizar recursos mediante una alta tasa de endeudamiento (*leverage*) y la apelación a los productos derivados.



Esa comunidad difusa de gestores profesionales, se comporta y decide sobre la base de datos e informaciones que se difunden a nivel internacional de manera inmediata. Dos principios básicos orientan sus decisiones: 1) el riesgo personal, que afecta a *su* reputación, a *su* empleo y a *su* remuneración; y 2) su concepción temporal, con el predominio de la inmediatez de los resultados de su gestión. Como ha precisado Stiglitz (2010):

“Existen problemas de agencias también en el proceso de inversión: en buena medida realizado por fondos de pensiones y otras instituciones. Los que deciden las inversiones –y evalúan los resultados– no lo hacen por cuenta propia sino en nombre de los que han confiado sus fondos a su gestión. A lo largo de la cadena de “agencia” el énfasis respecto a los resultados se ha trasladado hacia los beneficios a corto plazo” (p. 13).

Con estas características lo que se impone es la “opción salida” por utilizar el fértil concepto de Hirschman (1970). Si los gestores consideran algo negativo no discuten, ni argumentan, simplemente venden. No puede extrañar que un colectivo de estas características, con un horizonte de cortísimo plazo, y ámbito internacional, esté sujeto a cambios súbitos de opinión –alteración de la convención– que tienen un impacto inmediato en la valoración de los activos y en la posibilidad de coste y de las nuevas emisiones.

Sobre ese “nuevo mundo” existen opiniones muy distintas respecto a la inestabilidad, riesgo sistémico, y eficiencia en la asignación de los recursos. Tengo que confesar una gran preocupación al respecto. Lo que no es realista es negar su existencia ni su relevancia; de hecho, ese colectivo de gestores constituye el auténtico gobierno financiero del mundo. Los Estados y los Bancos Centrales adoptan sus decisiones tratando de prever su reacción.

Los Estados –todos, en mayor o menor medida– tienen recortada su soberanía, tanto más cuanto mayor sea su nivel de endeudamiento y más aguda la dependencia de las valoraciones de los activos en las carteras de los agentes económicos nacionales.

En el caso español, me llama la atención las expresiones de rebeldía frente a ese poder real aunque éste no pueda identificarse con precisión. Se escuchan protestas de líderes políticos y sindicales en el sentido de rebelarse contra el dictado de los mercados. Son brindis al sol. Cuando se precisa la refinanciación de un endeudamiento considerable no cabe otra alternativa que aceptar el veredicto o situarse fuera del mercado financiero mundial. Esta última posibilidad para un país como España, una nación industrial moderna y miembro de la Unión Europea, supondría una catástrofe financiera.

Los españoles hemos vivido por encima de nuestras posibilidades, acumulando un endeudamiento en familias, empresas, y Administraciones Públicas realmente espectacular. Es preciso reducir ese nivel de endeudamiento y todos los agentes implicados han de hacerlo. Si las Administraciones Públicas, forzadas por la crisis, continúan la escalada del endeudamiento, la magnitud total de éste (la que realmente importa) no se reducirá, o no lo hará a un ritmo suficiente que ahuyente la inquietud de los mercados.

Es cierto que existe interdependencia entre el deudor imprudente y el acreedor inquieto por la suerte de sus activos. Tiene sentido el viejo dicho de que si se deben 1000 £, el deudor tiene un problema con el banco, pero si se debe un millón el banco tiene un problema. Conviene, sin embargo, situar la cuestión de la interdependencia financiera de Europa en sus justos términos. No cabe duda de que la tenencia de deuda pública griega por inversores e instituciones financieras alemanas o francesas, coloca a éstos en una situación delicada.

Si Grecia no pudiera atender sus obligaciones financieras, –como desgraciadamente es previsible– los acreedores se verán obligados a reconocer contablemente el quebranto y a ajustar sus balances. Sería un perjuicio importante para los acreedores, pero Francia o Alemania no verían alterada sustancialmente su organización económica, ni su marco político e institucional. En el caso de Grecia, a lo que está abocada es a una catástrofe financiera exponiéndose a quedar fuera de la UME. Serían problemas de otra dimensión.

5. Perspectivas de la UME

La estabilidad monetaria entre los países de la UME, cuya característica esencial ha sido la práctica igualdad en los tipos de interés más relevantes, los de la deuda pública, terminó con la crisis financiera. En mi opinión, ésta no ha sido la razón fundamental de que se abriera el abanico de tipos, pero sí el detonante que puso en marcha el proceso; la dinámica actual ha situado a los mercados en el centro de la escena, acentuando las divergencias e incrementando la inestabilidad.

100

Sin la crisis financiera las divergencias hubieran aparecido también aunque seguramente más tarde. En mi opinión, las diferentes estructuras productivas e institucionales de los países que integran la UME, el distinto peso del endeudamiento y de la credibilidad de los gobiernos, y la ausencia de un sistema fiscal para el conjunto, son las razones básicas que explican la divergencia entre los tipos de interés. Como ya he apuntado, la estabilidad se ha mantenido en tanto que los países menos competitivos han suplido esta carencia apelando al endeudamiento, y los operadores de los mercados han considerado firme la posición de la UME para mantener estable la situación.

Las divergencias entre los tipos de interés se mantendrán y se ampliarán de no producirse reformas institucionales a favor de la unificación fiscal, lo cual implicaría dar pasos firmes hacia la integración política de Europa. Una autoridad fiscal única actuando conjuntamente con el Banco Central Europeo (BCE) quizá tendría fuerza disuasoria para frenar la especulación y la inestabilidad cerrando la brecha actual.

De no caminarse en esa dirección, la divergencia y la inestabilidad se acentuarán en el futuro en un entorno dominado por los mercados financieros. Creo que esto será así por los motivos siguientes:



- Los operadores financieros han encontrado un nuevo campo de actuación para desarrollar su actividad profesional y obtener beneficios.
- Las propias divergencias actuales son la semilla de su continuidad y ampliación. Cuando mayor sea el coste de la deuda para los países más vulnerables, más reducidas serán las posibilidades de inversión y de crecimiento económico de éstos, lo que acentuará la dificultad de atender los costes del endeudamiento.
- Se están generalizando instrumentos y mercados, en especial el CDS (*Credit Default Swaps*), que facilitan la inestabilidad y la especulación.

De manera que si no se avanza en la integración europea, los mercados financieros marcarán la pauta y determinarán las posibilidades de los países en un clima de inestabilidad financiera que se cebará en los eslabones más débiles de la cadena. En esas circunstancias, no me parece probable que países con marcos tan diferentes puedan convivir bajo un signo monetario común.

6. Nota final

La argumentación expuesta creo que ayuda a comprender la difícil situación que ha de afrontar España. La clave reside en la escasa competitividad de nuestra economía puesto que el sector exterior permitiría la reactivación económica posibilitando el cumplimiento de las obligaciones financieras. La prepotencia del Gobierno y el retraso en la adopción de medidas de ajuste han mermado la credibilidad de los mercados en la capacidad de reacción del gobierno y de la economía española.

El ajuste de nuestra economía debería centrar su atención en facilitar por todos los medios posibles la reducción de los costes empresariales para mejorar nuestro desequilibrio con el exterior. Como he reiterado en otros trabajos³ esa reducción de costes es *extraordinariamente difícil* en una economía sin autonomía monetaria. No cabe otra solución, sin embargo, que el sacrificio y el esfuerzo para situar nuestro nivel de vida a tenor de nuestras posibilidades. De no actuarse con decisión, exponiendo con claridad la situación, la maquinaria de inestabilidad que son los mercados financieros concentrará su actuación en los países con menor credibilidad, abocándonos a una catástrofe financiera y a un fracaso histórico.

³ Ver en este sentido Torrero (2009 y 2010).

Referencias bibliográficas

- BRUNNERMEIER, M.; CROCKETT, A.; GOODHART, C.; PERSAUD, A. D. y SHIN, H. (2009): *The Fundamental Principles of Financial Regulation. Preliminary Conference Draft*. ICMB. Geneva Reports on The World Economy, nº 11.
- CECCHETTI, S. G.; MOHANT, M. S. y ZAMPOLLI, F. (2010): “The future of public debt: prospect and implications”. *BIS working papers*, nº 300, March.
- GREENSPAN, A. (2010): *The Crisis. Paper written for the Brookings Institution*. Second Draft: March, 9.
- HIRSCHMAN, A. O. (1970): *Exit, Voice and Loyalty. Response to Decline in Firms, Organizations, and States*. Harvard University Press.
- RODRIK, D. y SUBRAMARIAN, A. (2009): “Why Did Financial Globalization Dissappoint?”. *IMF Staff Papers*. Vol. 56, nº 1, pp. 112-138.
- STIGLITZ, J. E. (2010): *FREEFALL. America, Free Markets and the Sinking of the World Economy*. WW Norton & Company.
- THOMSON, J. B. (2009): “On Systemically Important Financial Institutions and Progressive Systemic Mitigation”. *Policy Discussion Papers. Nº 27, August. Federal Reserve Bank of Cleveland*.
- TORRERO, A. (2008): *Revolución en las finanzas. Los grandes cambios en las ideas. Represión y liberalización financiera*. Madrid, Marcial Pons.
- TORRERO, A. (2009): “La crisis financiera internacional. Repercusión sobre la Economía Española”. *Instituto Universitario de Análisis Económico y Social*. Documento de trabajo 08/2009. Disponible en <http://iaes.es/iaes/sp/publicaciones.htm>
- TORRERO, A. (2010): “Consecuencias del esfuerzo de convergencia de la economía española”. *Instituto Universitario de Análisis Económico y Social*. Documento de trabajo 03/2010. Disponible en <http://iaes.es/iaes/sp/publicaciones.htm>