

COYUNTURA

Otmar Issing, exconsejero del Bundesbank y del BCE, vuelve a demostrar en esta entrevista que los economistas alemanes son diferentes. Mientras en otros países se defiende una reestructuración de la deuda periférica para evitar más sufrimiento, **Issing advierte contra el “riesgo moral” de perdonar al deudor**

ENTREVISTA Otmar Issing, ex economista jefe del BCE

“Los elevados tipos de interés sobre la deuda son un castigo merecido”

Andy Robinson

Otmar Issing, el primer economista jefe del Banco Central Europeo (BCE) y figura clave en la creación del euro, mantuvo esta entrevista en la inauguración del nuevo curso del Graduate School of Economics de Barcelona. Después pronunció ante un millar de estudiantes de todas partes del mundo una crítica demoledora a la heterodoxa e improvisada política monetaria de la Reserva Federal de Estados Unidos (Fed), defendiendo el mantra del Bundesbank: un banco central sólo debería preocuparse por la estabilidad de precios.

¿Los resultados electorales en Alemania ayudarán a la zona euro a un mayor avance en las reformas consideradas necesarias para superar la crisis?

En una palabra: no. No veo ningún cambio en las actitudes alemanas respecto a Europa. Para la política nacional puede que sí. Merkel ha ganado de forma contundente pero necesita un socio de la oposición. Los socialdemócratas son el candidato más probable. Y el SPD intentará negociar un precio alto.

El SPD en algún momento ha apoyado la mutualización de la deuda de los países europeos. ¿Cree que los eurobonos pueden estar en la mesa de negociación en Berlín?

Eso es muy poco probable. Pese a su discurso, el SPD siempre ha apoyado las políticas de Merkel respecto a Europa en el Parlamento. Hace unos años los líderes del SPD dijeron que apoyaban públicamente la emisión

de eurobonos. Pero no estoy seguro de si lo hubiesen dicho de estar en el poder. Los eurobonos no cuentan con apoyo en Alemania. Yo también me opongo firmemente a ellos. Garantizar la deuda permitiría que los países pudieran emitir bonos a muy bajos tipos de interés, pero sin esfuerzos. Los tipos bajos de interés hay que merecérselos, y si no convences a los mercados de que lo mereces, los tipos suben. Es un castigo. Así es como debe funcionar. De modo que los eurobonos crean un elevado peligro de riesgo moral.

Esto suena muy alemán...

Espero que no se me malinterprete, como si estuviera hablando como alemán. Eso no me gustaría. Estoy hablando como economista aunque suene a una posición alemana.

Lo cierto es que, a veces, los economistas alemanes parecen ser distintos de los estadounidenses o los británicos; mucho más preocupados por el riesgo moral y por el sistema de normas fijas. ¿No es cierto?

Es cierto que los economistas anglosajones tiene referentes distintos a los nuestros. No todos. Estoy de acuerdo en casi todo con los economistas que no son de origen alemán como Allan Meltzer, Martin Feldstein, John Taylor (todos economistas estrechamente vinculados con el Partido Republicano). Yo diría que lo que usted ve como una obsesión alemana respecto al riesgo moral y la estabilidad de precios tiene que ver con la experiencia histórica. No sólo la alemana sino del mundo entero en los años setenta. La inflación jamás es buena. Si se nos olvida esto tendrá un enorme coste. En la cuestión de los

Otmar Issing, ex economista jefe del BCE, esta semana en Barcelona

XAVIER CERVERA



eurobonos, sí hay una posición alemana más allá de mi valoración económica. Con los eurobonos, los tipos a largo de los bonos alemanes subirían. Y en Alemania eso no lo podemos permitir. Supondría una transferencia de dinero del contribuyente alemán hacia otros países sin legitimación democrática. Esto no sólo distanciaría aún más a los alemanes de la identidad europea sino que es también una violación de los principios de la democracia occidental. No se puede hacer esas cosas por la puerta trasera. No se puede construir Europa sobre este tipo de sistema.

Pero ¿se puede construir Europa sobre un sistema en el cual la trayectoria de la ratio de deuda/PIB de los

ELECCIONES

“No veo ningún cambio de la política alemana respecto a Europa”

HOJA DE RUTA

“Quien debe cambiar su estrategia no es el BCE, sino la Reserva Federal”

países periféricos no es sostenible? El 90% en España frente al 40% en el 2007. Es decir, que su argumento parece coherente en términos de principios democráticos y de riesgo moral. Pero ¿no deberían haber pensado en eso antes de crear la unión monetaria en primer lugar?

Bueno, la idea de crear una unión monetaria era que el BCE fuese responsable de la política monetaria para mantener la estabilidad de los precios. Para garantizar la resonabilidad fiscal creamos el pacto de estabilidad y crecimiento. Si todos los países hubiesen jugado según las reglas (Alemania incluida) y si los supervisores bancarios hubiesen hecho su trabajo, no estaríamos en la situación actual. Ya sé que eran Francia y Alemania los que pecaron primero; ellos mataron el pacto. Pero si todos los gobiernos jugasen de acuerdo con las reglas, la unión monetaria sobreviviría indefinidamente sin necesidad de unión política. El caso de España es especialmente triste porque se ha portado bien en cuanto a los objetivos fiscales. En España el problema era la deuda privada. Y hace falta sanear la banca.

Vale, pero hubo consenso el año pasado respecto a que una unión bancaria sería la única forma de romper ese bucle vicioso entre el sector bancario y la deuda soberana. Pero parece que no hemos avanzado nada. Alemania ha hecho un compromi-

Arquitecto de la unión monetaria

Presidente del Centro de Estudios Financieros en Frankfurt, Otmar Issing es uno de los arquitectos de la unión monetaria europea. Desde su posición en el consejo del Bundesbank y luego en su calidad de primer economista jefe del Banco Central Europeo,

Issing ayudó a diseñar una autoridad monetaria para la zona euro hecha a la imagen del Bundesbank, con un rígido mandato de mantener la estabilidad de precios y prohibir toda tentación de ayudar a gobiernos en apuros o de monetizar deuda.

GRADUATE SCHOOL

Escuela de economistas de pedigrí

Otmar Issing es el último economista de prestigio en pronunciar la lección inaugural del curso académico de la Barcelona Graduate School of Economics (GSE) siguiendo a Alan Krueger, de la Universidad de Princeton, presidente del consejo de asesores económicos de Obama y Pascal Lamy, entonces secretario general de la Organización Mundial del Comercio. La Graduate School se dedica a formar economistas

Pero ¿España deberá registrar un superávit primario fiscal (déficit menos los coste de intereses) para frenar una trayectoria insostenible de su deuda? Si es así, ¿cómo puede crecer adoptando los ajustes y la austeridad necesarios para alcanzar este superávit?

Si haces austeridad subiendo impuestos, como en Italia, no es sorprendente que acabes en recesión. Si lo haces recortando el gasto público, no. La austeridad no tiene por qué matar la economía. Incluso hay estudios que dan a entender que los recortes del gasto público generan las expansiones; es quizás discutible pero la austeridad no tiene por qué provocar una recesión. Si generas empleo, mejoras la situación fiscal. lo hemos demostrado en Alemania.

so verbal pero no da la impresión que haya un respaldo político. ¿Qué piensa usted?

¿Como se puede justificar que un problema de *legacy debt* (deuda heredada del pasado) en un banco creado por gobiernos nacionales sea resuelto con dinero europeo? Cuesta imaginarse un precedente más peligroso que eso. Si los bancos reciben el mensaje de que les vamos a salvar, cualquiera que sea su comportamiento en el pasado, les damos una garantía peligrosa. Además, ¿de dónde vendría el dinero? Creo que es lógico que los bancos vayan aportando dinero a un fondo de recapitalización pero tardará tiempo. Mientras tanto, los problemas del pasado deben ser resueltos a escala nacional.

Pero eso es precisamente el problema, según el FMI. No puede ser resuelto a escala nacional mientras los países deudores tengan que realizar ajustes que frenan el crecimiento.

El FMI tiene una perspectiva exclusivamente macroeconómica. No entienden las instituciones singulares que tenemos en la zona euro. Al FMI no le interesa todo eso. Para el FMI, tenemos una situación crítica en la economía global y la zona euro debería resolver sus problemas utilizando herramientas que usan los gobiernos nacionales. Pero no tenemos un gobierno europeo. Y si no tenemos una unión política es peligroso adoptar las reformas que el FMI recomienda.

Está de acuerdo con Wolfgang Schäuble en que la zona euro ya sale de la recesión? ¿Y que si España crece no volveremos a tener los mismos problemas por la cuenta corriente?

Creo que Schäuble está tratando de dar ánimos a los países más que hacer un análisis de la situación. Pero sí creo que hay señales positivas en España. La balanza por cuenta corriente esta mejorando no por el colapso de la demanda interna sino por una recuperación de las exportaciones. De modo que, en el caso español, creo que Schäuble acierta. Para Grecia es mas complicado.

Hablemos de política monetaria. Desde que Mario Draghi dijo aquello de "haremos lo que haga falta", la prima de riesgo española ha caído en picado. ¿Usted se siente cómodo con ese compromiso de Draghi de hacer lo que haga falta?

Primero, recuerde que Draghi dijo que haría lo que hiciera falta "dentro de nuestro mandato". Se suele olvidar la segunda parte. Y esta se discute en el Tribunal Constitucional. ¿Ese compromi-

de alto nivel. Esto quedó claro en la inauguración celebrada en CaixaForum el pasado miércoles cuando Issing pronunció un sesudo discurso sobre "nuevos paradigmas monetarios" que habría resultado incomprensible para el típico estudiante de MBA en vías de convertirse en consejero delegado superremunerado, pero parecía perfectamente digerible para los 226 jóvenes, de 63 nacionalidades distintas, del GSE.



so va mas allá del mandato? No sé qué van a decidir pero en cualquier caso ese tribunal no tiene ninguna influencia sobre el BCE. Mi punto de vista en mi calidad de exbanquero central es ingenuo. La política monetaria existe para garantizar la estabilidad de precios y nada más. El BCE ahora está en una situación muy peligrosa. Es la institución más poderosa de Europa. Los políticos ya piensan que el BCE los va a rescatar. El escenario bueno es que esa arma nuclear del OMT jamás tenga que usarse. Pero no se puede excluir que se use una vez. Y luego, el Banco Central Europeo será prisionero de la política y de los mercados.

Pero la reticencia del Bundesbank respecto al OMT ya de por sí podría minar la confianza de los mercados, ¿no?

Es obvio que el presidente del Bundesbank estaba en contra. Pero el Bundesbank sólo tiene un voto. Tuvimos una larga discusión sobre esto en el pasado y recuerdo que Karl Otto Pohl nos dijo que le había resultado difícil aceptar que su voto sería igual que el de Luxemburgo. Pero así es. Tampoco creo que sea buena idea pasar responsabilidades de supervisión bancaria al BCE por que va a colocar al banco central en medio de enfrentamientos muy politizados. Pero eso ya está hecho. Existe un peligro de credibilidad para el banco. Y en general estaba en contra de la unión bancaria. Defendía un mercado único financiero y bancario. Pero vamos por otro camino

Una cosa que llama la atención de lo que dice es la insistencia en la estabilidad de precios. Pero estamos en un momento de tipos de interés cero, de políticas heterodoxas y altamente improvisadas en la Fed. Son tiempos de deflación con margen para bajar más los tipos. ¿Cómo vamos a barnos en un mandato de estabilidad de precios?

Primero, yo no veo deflación en ningún país del mundo. Segundo, yo creo que no es el BCE quien debería cambiar de política sino

la Fed. La Fed no va a poder realizar una política monetaria que baje el paro. Milton Friedman lo demostró hace 45 años y no he visto ninguna teoría que plantee que un banco central pueda controlar variables reales. De hecho, sólo queda la estabilidad de los precios, no contradice sus otros objetivos. Si realmente existe un riesgo de deflación, el BCE será expansivo.

¿Qué le parece el nuevo paradigma de 'forward guidance' (hoja de ruta en política monetaria) defendida por Janet Yellen?

No me convence. Mire la decisión tomada la semana pasada en Washington. El *forward guidance* debería dar certeza a los mercados sobre la política monetaria durante años. Pero la semana pasada la Fed retrasó la retirada de los estímulos, sorprendiendo a los mercados, debido a algunos cambios de datos a corto plazo. Creo que el *forward guidance* no creará certidumbre sino confusión. Espero que el BCE no lo adopte.

Respecto a la retirada de los estímulos, cuando se adopte finalmente y los tipos empiecen a subir, ¿habrá peligro de otra crisis? Porque tenemos niveles de deuda enormes en Europa, EE.UU. y Japón.

En algún momento los tipos van a subir. Jamás en la historia habíamos visto unos tipos de interés tan bajos. Lo lógico, pues, es que en algún momento los tipos a largo volverán a los niveles de su tendencia histórica. La salida va a ser problemática. Fíjese en Japón: sólo haría falta que los tipos subiesen al 2% y el país se colocaría en bancarrota.

¿Y España?

Pues todo depende de si se hace de manera suave o de si se materializa con una pérdida de confianza de los mercados. Este último caso provocaría subidas disparadas de tipos y crisis. Fíjese lo que ocurrió en los mercados cuando la Fed anunció que estaba considerando la retirada de los estímulos.

LO DIFERENTE DEBERÍA SER LO NORMAL.

Es difícil encontrar una entidad orientada a la preservación de capital.

- Donde los banqueros no estén sujetos a campañas de producto.
- En la que los ejecutivos sean socios de la compañía que representan.
- Y que compatibilice la independencia con la pertenencia a un gran grupo internacional.

Es difícil pero, por suerte, existe.

A&G. La Banca Privada diferente.



ayg.es