



IE Business Leadership Forum

IE Business School, Madrid, 14 de febrero de 2019.

¿Qué hemos aprendido de la crisis para la UEM y cuáles son las perspectivas de futuro?

Discurso de Carlos Costa, Gobernador del Banco de Portugal

Buenas tardes Señoras y Señores,

En primer lugar, me gustaría agradecer al Señor de la Dehesa esta amable invitación, así como sus palabras de introducción. Para mí es todo un placer el haber aceptado esta invitación.

Con el décimo aniversario de la Gran Crisis Financiera y el vigésimo de la implantación del euro, aún muy cercanas, esta es una buena oportunidad para reflexionar sobre lo que hemos aprendido y cómo debemos reaccionar ante los desafíos futuros.

Además, contamos entre la audiencia con algunas personas con particular interés en la economía portuguesa, por lo que no puedo dejar de hacer algunas observaciones sobre el estado de la economía portuguesa y sobre los principales retos a los que nos enfrentamos.

El proyecto europeo tal y como lo conocemos hoy supone un esfuerzo político que durante las últimas décadas se ha caracterizado por movimientos de integración. Cada paso requiere uno nuevo, la configuración institucional obliga a hacer frente a lo requerido en cada momento, sin capacidad suficiente para reaccionar ante lo imprevisible. En muchas situaciones, la profundización en el proceso de integración se ha visto motivada y se ha llevado a cabo a través de las sucesivas crisis.

Merece la pena recordar que el marco de Maastricht y sus acuerdos de ejecución, como el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, pusieron en práctica severas medidas fiscales para los Estados miembros. Los países mantendrían su independencia fiscal, respetando los límites de deuda pública y déficit. La cláusula de “no corresponsabilidad financiera” significa que ningún Estado miembro puede esperar que la Unión lo rescate, respetando la prohibición de financiación monetaria.



El punto de encuentro entre el sistema financiero y el soberano no constaba en el contexto de Maastricht. Al igual que la política fiscal, la supervisión del sector financiero – incluyendo ambas, supervisión microprudencial y la entonces nueva, supervisión macroprudencial –, la resolución de instituciones financieras y las funciones de prestamista de última instancia se mantuvieron en manos de las autoridades nacionales.

Ante esta situación, la Gran Crisis Financiera hizo evidente la necesidad de una gobernabilidad económica más sólida, una mejor coordinación de las políticas de los Estados miembros de la UE y reformas profundas del sector financiero.

Como respuesta, se introdujeron mejoras en procedimientos de coordinación con la creación del Semestre Europeo y el ámbito de monitorización/coordinación se amplió más allá del área presupuestaria por inclusión de desequilibrios externos.

En el futuro, la supervisión de desequilibrios macroeconómicos y la coordinación de políticas económicas y fiscal tendrán que verse reforzadas.

No obstante, debemos ser conscientes de que incluso con reglas y normas adecuadas, una unión monetaria no es inmune a conmociones exógenas y problemas específicos en algunos de sus miembros.

Durante la Gran Moderación, los Estados miembros aplazaron las reformas estructurales y el ajuste de sus economías a la globalización. Los costes fueron absorbidos por el gasto público hasta que ya no fue posible hacerlo.

Actualmente nos enfrentamos al problema de encontrar maneras que permitan aumentar la productividad e innovar con el fin de aumentar la producción y preservar nuestro modelo social.

Esto viene a reforzar la importancia de trabajar a nivel estructural, centrándonos en el aumento de la productividad, del empleo sostenible y en la reducción del endeudamiento.

Como complemento, la Unión Económica y Monetaria (UEM) debe tener mecanismos de estabilización que puedan ayudar a los Estados miembros que se encuentren en grandes dificultades financieras pudiendo salvaguardar la estabilidad y cohesión del grupo.

Actualmente, se han presentado varias propuestas para la estabilización macroeconómica en la zona euro: estabilización de la inversión, sistemas nacionales de reaseguro de desempleo, fondos fiduciarios de emergencia, etc.

La necesidad de dotar con un mecanismo de estabilización a la UEM ha sido una de las lecciones aprendidas de la crisis financiera y la razón de la creación de una institución permanente, Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE).



La reforma del Mecanismo Europeo de Estabilidad está en curso, con el objetivo de fortalecer su papel y su capacidad de actuar, así como dar eficacia a sus instrumentos. Estas reformas deben ser ambiciosas.

Defiendo frecuentemente que el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) debería evolucionar hacia un tipo de institución como el Fondo Monetario Internacional. Una institución con un mandato claro, con medios adecuados e independiente respecto de los Estados miembros. Debe ser robusta, disponer de recursos adecuados y estar diseñada para responder de manera rápida y efectiva, fomentando la responsabilidad y minimizando los riesgos morales.

Volviendo al sector financiero, donde las reformas fueron más visibles.

En los años que precedieron a la Crisis Financiera Global, se observó un notable aumento de la asunción de riesgos y del apalancamiento. El crédito bancario creció desproporcionalmente en comparación con el crecimiento económico. El riesgo llegó a todos los continentes y a todas las instituciones.

En el transcurso de la Gran Crisis Financiera, los gobiernos de los países fiscalmente fuertes tuvieron que recurrir a rescates cuando los bancos que se habían vuelto demasiado grandes, complejos e interconectados se encontraban en riesgo de fracasar. Dejarlos fracasar significaría que las familias y las empresas no conseguirían acceder a sus economías, financiar sus proyectos o hacer frente a sus pagos.

En Europa, la crisis evolucionó y se convirtió en una severa crisis de deuda pública. Haciendo aún más evidente el nexo entre los bancos y el soberano. Para salvaguardar la estabilidad financiera, los países estaban expuestos a riesgos que, en algunos casos, no eran compatibles con la sostenibilidad de su deuda pública.

Como resultado del creciente descontentamiento, para reducir el riesgo moral, poner fin al incumplimiento de pago y proteger al ciudadano de soportar las pérdidas del sector privado, asistimos a una fuerte tendencia contra la utilización del dinero público para establecer una red de seguridad para el sector financiero. Los principios del *Bail-in* (recapitalización interna) para rescate de los bancos prevalecieron y se produjo una aversión general hacia las medidas de rescate.

El sector financiero poscrisis estaba diseñado para reforzar la estabilidad financiera, mejorando la resistencia de los bancos, acabando con el “too-big-to-fail” (demasiado grande para quebrar) y reduciendo la fragmentación financiera.

Los esfuerzos se destinaron a desarrollar un marco reglamentario armonizado, con requisitos más estrictos sobre el capital y la capacidad de absorción de las pérdidas (privadas) para proteger a los ciudadanos, mientras se fortalecía la prevención y reducción de riesgo.



En la zona euro, los Estados miembros dieron los primeros pasos de la Unión Bancaria y sus instituciones - Mecanismo Único de Supervisión (MUS) y Mecanismo Único de Resolución (MUR) -, pero el compromiso político de completar su arquitectura ha disminuido en los últimos años debido a que los responsables políticos se han centrado especialmente en el debate “reducción de riesgo vs. riesgo compartido”.

Actualmente, a la Unión Bancaria le siguen faltando elementos fundamentales – un Sistema Europeo de Seguro de Depósitos plenamente desarrollado, apoyo para el Fondo Único de Resolución y la provisión de liquidez en la resolución – que amenaza sus ventajas fundamentales.

En esta configuración incompleta, los bancos hoy son “europeos en vida, pero nacionales en su muerte”. Las decisiones de supervisión y resolución se toman mayoritariamente a nivel europeo, pero las consecuencias aún recaen en los contribuyentes a nivel nacional, como hemos visto en casos recientes. Esto puede tener un serio impacto en los presupuestos nacionales, una vez que el último aval de la estabilidad financiera sigue siendo nacional.

Teniendo en cuenta el desajuste entre la supervisión europea y la responsabilidad nacional, los diferentes objetivos e intereses de los interesados no están en línea. Es importante tener en cuenta quien está, de hecho, buscando estabilidad financiera.

Recordando los casos recientes de bancos bajo estrés, tenemos que preguntarnos qué panorama político tendríamos hoy si ciertas autoridades no hubieran actuado como lo hicieron para preservar la estabilidad financiera.

Pocas cosas pueden ser más destructivas para la confianza de los ciudadanos en las instituciones europeas que las amenazas a la estabilidad financiera, que se entienden como un riesgo para sus ahorros. Estas amenazas pueden tener diferentes efectos en la frustración de los ciudadanos con respecto a las instituciones europeas y a los partidos políticos tradicionales con ellas asociados.

Además, la consolidación impulsada por la regulación se ha convertido en un riesgo inminente, fomentado la concentración a nivel local y el regreso del “too-big-to-fail”. Los requisitos reglamentarios existentes no se pensaron como una manera de fomentar la consolidación, pero actualmente están trabajando en esa dirección.

Impulsados por los problemas de rentabilidad y eficiencia, surgen llamamientos recientes para la creación de bancos paneuropeos capaces de competir con instituciones mayores fuera de Europa como una cuestión de soberanía nacional, presionando a los reguladores y políticos para que revisen las normas ya existentes.

Esto, a su vez, ha supuesto implícitamente el retorno del “too-big-to-fail” con el consiguiente riesgo moral, que genera nuevas expectativas de medidas de ayuda financiera. También debilita las condiciones de igualdad dentro de la zona euro, una vez



que países fiscalmente fuertes pueden soportar sus sistemas bancarios, mientras que otros no pueden.ⁱⁱ

De cara al futuro, es fundamental garantizar a nivel de la UE la separación de las funciones de supervisión de las de regulación para una legitimación política de las normas reglamentarias. La superposición de territorios regulatorios y de supervisión garantiza el cumplimiento del principio de responsabilidad central para la estabilidad financiera.

Antes de concluir, y como prometido al inicio de mi discurso, me gustaría dedicar unos minutos a los desafíos que enfrenta la economía portuguesa, teniendo en cuenta el interés manifestado por algunos de ustedes.

Como bien saben, en el primer semestre de 2011, Portugal tuvo que recurrir a una financiación oficial en el marco de un programa de ayuda negociado con la Unión Europea y el FMI. Este programa finalizó en 2014. El endeudamiento público y privado se había acumulado como resultado de un auge crediticio desde mediados de la década de 1990, con la canalización de la mayor parte del crédito en la demanda de financiamiento e inversiones con bajo retorno, principalmente en sectores no comercializables.

A medida que la crisis internacional y europea se desarrollaba, el alto y creciente nivel de endeudamiento externo, acompañado de un escaso crecimiento de la producción potencial, alimentaron las preocupaciones de los inversores sobre nuestra capacidad de pagar nuestras deudas. En última instancia, todo esto resultó en la incapacidad del país para financiarse en los mercados internacionales.

El programa de ajuste fue ampliamente reconocido como un éxito. Desde mi punto de vista, este éxito se debió a tres factores:

1. Titularidad del programa. Portugal se comprometió con la implementación del programa, fue aceptado por la población y hubo un diálogo constructivo con los interlocutores sociales. Esto garantizó el éxito de las revisiones trimestrales.
2. La velocidad e intensidad de respuesta del sector comercializable, en particular, de las exportaciones que equilibraron la balanza de pagos y atenuaron el impacto de una demanda interna inferior en el sector no comercializable.
3. El mantenimiento del nivel de confianza en el sector bancario evidenciada por la evolución de depósitos. Esto fue crucial para evitar el colapso de la economía con una crisis crediticia evitando la imposición de controles de capital.



Debe recordarse que un programa de ajuste es siempre un programa a corto plazo, cuyos efectos solo son sostenibles si hay ajustes estructurales e institucionales que impiden la repetición de las condiciones que llevaron a esta necesidad de ajuste.

En la última década, el PIB portugués se ha mantenido entre el 30-40% por debajo de la media de la UE, sin converger con las economías más ricas.

Una trayectoria duradera de crecimiento y convergencia con nuestros socios europeos depende de nuestra capacidad para generar y mantener altos niveles de empleo y productividad. Esta es una condición necesaria para (i) aproximar los niveles salariales a los estándares europeos; y (ii) financiar el estado de bienestar en un contexto de desfavorable evolución demográfica.

Se trata, sobre todo, de activar “palancas” empleo y productividad.

Portugal históricamente ha tenido niveles bajos de capital por trabajador. Factores desfavorables en inversión privada durante la crisis, con una reducción de 34% entre 2008 y 2013, contribuyeron a agravar el déficit de capital.

Por lo tanto, es crucial aumentar la inversión y aprovechar esta recuperación para aprender con errores del pasado, analizando los proyectos de inversión de una manera mucho más exigente. Las infraestructuras y servicios de soporte están disponibles, la inversión en el sector no comercializable se ha llevado a cabo. Ahora se debe capitalizar, creando capacidad en el sector comercializable de la economía.

Sin embargo, la recuperación de la inversión está limitada por el nivel de endeudamiento (aún) alto y la baja tasa de ahorro de la economía portuguesa. Esto significa que el aumento en inversión tendrá que ser financiado a través de un aumento de los fondos propios, ya sea de los socios ya existentes o la entrada de nuevos, nacionales o extranjeros.

En Portugal, las cualificaciones de los trabajadores han mejorado considerablemente en los últimos años en relación con la media europea, pero es necesario seguir mejorando la formación académica de nuestros trabajadores. En particular, los trabajadores con trabajos más duraderos que tienen menos cualificaciones, beneficiándose de formación permanente, que les permitirá transformar sus capacidades y aprovechar mejor los empleos del presente y del futuro.

Además, necesitamos modelos de gestión que fomenten la apertura al riesgo y favorezcan la toma de decisiones descentralizada. Las empresas con gestión más descentralizada están seguramente más abiertas a alteraciones y, por lo tanto, más innovadoras.

El fomento de la innovación también es también una “palanca” que debe activarse. La capacidad de las economías para innovar depende de todo un ecosistema de factores, tales como:



- La existencia de una cultura de mérito, el espíritu empresarial y la capacidad de la sociedad para hacer frente y aprender del fracaso;
- La difusión de conocimientos en el ámbito empresarial y la capacidad de las empresas para absorber ese conocimiento ya sea en la producción de nuevos productos o de nuevos procesos de producción – la llamada “Innovación Radical”- ya sea en la mejora de los productos o en los procesos ya existentes – la llamada “Innovación incremental”; y
- La adecuación del sistema financiero, particularmente de los mercados de capital, para financiar proyectos innovadores. Financiar la innovación radical o start-ups está lejos de ser un objetivo del sistema bancario ya que los procesos innovadores están pensados a largo plazo, con altos niveles de riesgo y tasas de fracaso.

La innovación financiera requiere operadores especializados y un marco institucional adecuado para participar en tales riesgos. En Portugal, estos operadores especializados aún están poco desarrollados y tienen limitadas posibilidades de asociarse con operadores extranjeros de mayor escala.

Para finalizar,

Primero, en Europa. Si bien no podemos subestimar lo logrado en los últimos años, no podemos ignorar que la arquitectura de la Unión Europea debe reforzarse aún más para resistir al impacto de futuras crisis para preservar la estabilidad financiera y asegurar la cohesión social.

En segundo lugar, con respecto a Portugal, el desafío al que nos enfrentamos consiste en generar y mantener niveles altos de empleo y productividad para garantizar una trayectoria duradera de crecimiento y convergencia con nuestros socios europeos.

En ambos casos estamos hablando de profundos cimientos estructurales e institucionales de la economía. La tarea es difícil y llevará su tiempo para completarla y que dé fruto. Esto significa que debemos comenzar de inmediato y debemos ser decididos, tenaces y centrarnos en lo que realmente importa desde una perspectiva a largo plazo.

Muchas gracias por vuestra atención.

ⁱ As prepared for delivery.

ⁱⁱ Beck, T. (2019), “Europe's banking union – two steps backwards”, VoxEU.org, 4 February.