

# En aguas desconocidas

Camilla Andersen entrevista a **Otmar Issing**

**S**ON MUCHOS los que pueden reclamar la paternidad de la idea de una moneda europea única, pero hay una persona en particular gracias a quien vio la luz: Otmar Issing, primer Economista Jefe del Banco Central Europeo. “La incertidumbre era extraordinaria”, rememora. “Aun en los mejores momentos, la política monetaria produce incertidumbre. Imagínese el impacto del cambio que arrastró la introducción del euro y súmele la falta de datos fidedignos: apenas siete meses antes de que naciera, yo mismo me cuestionaba qué era exactamente la zona del euro.”

Para la mayoría de la gente, el euro es hoy un fenómeno natural. Pero en los años noventa sobraban los economistas que le pronosticaban el fracaso. Issing reconoce que no se habría atrevido a tomar la decisión, pero coincidía con la lógica política de lanzarlo: “a Europa occidental ya no le funcionaban los tipos de cambio fijos”. El banco central alemán estaba dirigiendo la política monetaria en nombre de los demás países europeos, y a inicios de la década muchos bancos centrales del continente gastaban miles de millones de dólares defendiendo el vínculo entre la moneda nacional y el marco alemán. “Así que la alternativa era arriesgarse a sufrir otra crisis monetaria o cambiar de panorama”, explica. Issing decidió volcar su genialidad y lo que amigos y colegas describen como una voluntad de hierro para hacer realidad la visión de una moneda común.

Siete años más tarde, la mayor parte de los economistas coincide en que la unión monetaria representa un logro admirable. El euro es la segunda moneda más importante del mundo después del dólar. La inflación en la zona del euro (es decir, los 12 países que ya han adoptado la moneda) se ha mantenido estable, alrededor del 2%, a pesar de que el precio del petróleo se ha septuplicado. Gracias a todo esto, el Banco Central Europeo es uno de los bancos centrales que más poder concentra y más confianza inspira (aunque no ha escapado a las críticas, sobre todo en torno a las metas de inflación y la estrategia para alcanzarlas). Aunque está orgulloso de los logros de la institución, Issing es fiel a sus instintos de economista y ejecutivo de un banco central, y advierte: “solo la historia dirá si la unión monetaria dio fruto”.

## Los años académicos

Issing nació en Würzburgo en 1936, y sus ideas sobre Europa se forjaron en el crisol de una Alemania reducida a escom-

bros. Antes de que estallara la segunda guerra mundial, los maestros afiliados al partido nazi le enseñaban que “el enemigo vive apenas del otro lado del Rin”. Después de la guerra, de camino a la escuela tenía que atravesar las ruinas de su ciudad natal, una víctima más del conflicto. Cuando ya tenía edad para viajar, Issing comenzó a recorrer Europa y entabló numerosas amistades. “Mi propia experiencia me convenció de que la unificación europea es importante para nuestro futuro en común”, confiesa. Esa opinión se arraigó aún más cuando, volcado a las ciencias económicas, tomó conciencia de las posibilidades de crecimiento que encierra el libre comercio.

Antes de entrar al banco central, Issing pasó más de 30 años como docente e investigador en las universidades de Würzburgo y Erlangen-Nuremberg. En 1988 se sumó a un comité de expertos de primera línea que había sido convocado con el propósito de asesorar al gobierno sobre la evaluación de las tendencias económicas generales. Dos años más tarde, se unió al directorio del Bundesbank, el banco central alemán. Su experiencia como docente universitario definitivamente lo había marcado. “El espíritu académico es algo que uno lleva dentro para siempre”, explica, pero no sin hacer una salvedad: “en la universidad, si una obra es un fracaso, uno vuelve a escribir otra. En el banco central una decisión errada puede afectar a millones de personas”.

El hecho de ser alemán también moldeó sus ideas sobre el banco central. “No puede haber estabilidad social sin estabilidad monetaria”, afirma, refiriéndose a la hiperinflación que vivió Alemania durante la república de Weimar y que allanó el camino para la elección de Adolf Hitler como canciller en 1933. Esa lección no pasó inadvertida para los nuevos gobernantes de Alemania occidental, que crearon un banco central como piedra angular de la economía nacional: “el marco alemán fue sumamente importante para la Alemania de posguerra. Era un símbolo de estabilidad, y también un repositorio del orgullo nacional. De ahí la importancia de convencer a los alemanes de que el euro también sería una moneda estable.”

## Una meta de inflación polémica . . .

Lo primero que Issing tuvo que decidir en calidad de Economista Jefe fue cómo traducir el mandato del Banco Central Europeo en términos prácticos. Tras numerosos debates interminables con sus colegas, recomendó una estrategia



que apuntaba a mantener la inflación por debajo del 2% a mediano plazo. Issing emprendió personalmente una campaña para que se fijara esa meta, pese a que la mayoría de los 11 miembros fundadores de la zona del euro estaba acostumbrada a una inflación mucho más alta. De hecho, ni siquiera Alemania occidental —que sirvió de modelo de control inflacionario para el resto de Europa hasta la reunificación con el este en 1989— había logrado mantener un promedio de 2%.

Durante el primer año de existencia del euro, la inflación rondó 1%, afianzando decisivamente la credibilidad del Banco Central Europeo. Pero cuando la burbuja tecnológica estadounidense estalló en 2001, el riesgo de deflación pasó a primer plano en el mundo entero, y en 2003 el Banco Central Europeo decidió fijarse como meta a mediano plazo una inflación “cercana pero no superior al 2%”. Sin embargo, desde 2001 la inflación ha fluctuado *por encima* del 2% todos los años. Muchos expertos piensan que el problema radica en la meta, no en la inflación. Charles Wyplosz, profesor de Economía del Instituto Universitario de Altos Estudios Internacionales en Ginebra, Suiza, piensa que el Banco Central Europeo está sacrificando credibilidad sin sentido, ya que si ampliara la banda implícita medio punto porcentual, llevándola a 0,5%–2,5%, el cumplimiento de su meta pasaría del lastimoso 43% actual a un impresionante 94% (Wyplosz, 2006). Para Paul De Grauwe, de la Universidad de Lovaina,

Bélgica, la banda no solo es demasiado estrecha, sino que también es demasiado baja y esa es la razón por la cual el Banco Central Europeo contribuye al desempleo estructural (De Grauwe, 2002).

¿Qué respuesta ofrece el ex funcionario del banco central frente a estas críticas? Lejos de pasar por alto esos y otros estudios, Issing, como buen académico, les sale al cruce en monografías, disertaciones y discursos. Según amigos y colegas, le encanta participar en una buena polémica y no se cohíbe en proclamar el error de un argumento. Por eso afirma que, desde un punto de vista puramente académico, no hay prueba contundente de que 2,5% sea mejor que 2% como tasa de inflación. Además, hay que pensar en la dimensión práctica. Cuando el Banco Central Europeo anunció su política monetaria en enero de 1999, la tasa de inflación era apenas 0,8%. “Fijando una tasa mucho más alta, el nuevo banco central habría perdido credibilidad de entrada”, sostiene Issing, y les recuerda a los críticos que la meta es a mediano plazo: “nunca pretendimos mantener la inflación por debajo del 2% en un año. Si hay una serie de shocks, el mediano plazo comienza a contar a partir de cada shock. Tampoco olvidemos que cuando nació el euro, el petróleo cos-

taba US\$10 el barril. Hoy, a los siete años, cuesta más de US\$70. Teniendo en cuenta esta y otras sacudidas económicas, tan mal no nos ha ido.”

### **... y una polémica estrategia de inflación**

La estrategia del Banco Central Europeo para cumplir la meta de inflación también ha despertado críticas. Cuando el Banco Central Europeo comenzó a funcionar, en 1999, los bancos centrales de varios países desarrollados (Canadá, Nueva Zelanda, el Reino Unido y Suecia) habían adoptado recientemente las metas de inflación, consideradas más transparentes y fáciles de comunicar. El Banco Central Europeo, por su parte, decidió adoptar una estrategia diversificada sostenida por dos pilares. El primero asignaba importancia al papel que desempeña el dinero; el comité ejecutivo fijó en 4,5% el valor de referencia para la tasa de crecimiento anual del agregado monetario amplio M3, considerándolo acorde con su definición de la estabilidad de precios. El segundo pilar consistía en un análisis integral de los riesgos a la estabilidad de precios en la zona del euro, como la evolución de los salarios y los costos unitarios de la mano de obra, además de los indicadores de la política fiscal y de los mercados financieros.

Los reproches no tardaron en llover. Para algunos observadores, el primer pilar era muy parecido a la estrategia aplicaba por el Bundesbank, y eso los llevó a sugerir que

la prioridad de Issing era transferir credibilidad al nuevo banco central. Para peor, la tasa de crecimiento del M3 ha superado constantemente el valor de referencia del Banco Central Europeo, a menudo por un margen amplio; en 2003, por ejemplo, fue de 8,0%. Aun así, no parece haber influido en la tasa de inflación. Según De Grauwe, “esto no será novedad para otros bancos centrales que abandonaron las metas monetarias hace mucho tiempo, al comprobar que en un ambiente de escasa inflación la base monetaria deja mucho que desear como predictor de la inflación futura” (De Grauwe, 2006).

El Banco Central Europeo parece haberse alejado del primer pilar en los últimos años, pero Issing cree aún que la estrategia fue acertada. Primero, niega de plano que su prioridad haya sido importar la estrategia del Bundesbank. “Claro que a la hora de armar la estrategia fue importante transferir credibilidad, pero primordialmente reconocimos la relación a largo plazo entre el dinero y los precios, y el hecho de que un banco central trabaja con dinero.” Segundo, Issing insiste en que el pilar monetario va mucho más allá de las metas monetarias tradicionales para tener en cuenta el impacto del dinero y del crédito en la inflación. Tercero, cree que ahora soplan otros vientos y hay un renovado interés en la influencia del dinero sobre la evolución de la inflación. Por último, piensa que la estrategia de dos pilares le resultará útil al Banco Central

Europeo frente a retos como las burbujas de precios de los activos (recuadro 1). “Mentiría si dijera que estos dos pilares son inamovibles. Pero por ahora nadie tiene un modelo que fusione los elementos monetarios y no monetarios en un pronóstico congruente de la inflación y la economía.”

### Más allá de la estabilidad de precios

Para las voces que proclaman el éxito de la unión monetaria, lo más inoportuno es la falta de crecimiento en la zona del euro. Aun en medio de una sólida reactivación mundial, las 12 economías crecieron apenas 1,3% por año en promedio entre 2001 y 2005. Como consecuencia, los niveles de vida han empeorado aún más en comparación con Estados Unidos, y la diferencia del PIB per cápita ahora supera el 30%. Aunque la zona del euro finalmente se está recuperando, el crecimiento potencial sigue siendo bajo y podría disminuir a causa del envejecimiento de la población.

Issing no finge que todo está en orden. Junto con sus colegas del Banco Central Europeo, ha advertido una y otra vez que los países deben reformar sus economías para no perder la capacidad de competencia. En una unión monetaria no hay soluciones sencillas; como dijo Issing una vez, no puede haber más de una política monetaria en la zona del euro (Issing, 2001). Tampoco existe la opción de utilizar la política fiscal para estimular la demanda, ya que los países de la zona se han comprometido a implementar el nuevo Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Entonces, la única alternativa que les queda a los gobiernos para recuperar el terreno perdido es un ajuste estructural que incremente la flexibilidad y la competencia en distintos ámbitos, desde el mercado laboral hasta el sector financiero. A eso precisamente apunta la Agenda de Lisboa, que recoge los planes de la Unión Europea para mejorar la competitividad. Issing recalca que “la única salida es una reforma ambiciosa para flexibilizar el mercado de trabajo y el de productos, aumentar la productividad y mantener la moderación salarial”. Aun así, teme que en medio del malestar económico y del dolor de las reformas los gobiernos nacionales le echen la culpa al Banco Central Europeo, como le suele suceder a la Comisión Europea por cuestiones que van desde los recortes de las cuotas pesqueras hasta el alza del impuesto sobre el valor agregado. “Desde el comienzo supimos que íbamos a ser el chivo expiatorio por excelencia. Es el destino de todo banco central, y aún más si es supranacional”, observa Issing.

Según Issing, el Banco Central Europeo debe salir al paso de esas críticas concientizando mejor al público de los beneficios que supone la estabilidad de precios. Al menos hasta el momento, el consenso es que la política monetaria no debe utilizarse para estimular la economía de la zona del euro. Tommaso Padoa-Schioppa, ex miembro del comité ejecutivo del Banco Central Europeo y actual Ministro de Hacienda de Italia —posiblemente la economía más problemática de la zona del euro— escribió hace poco: “¿qué puede hacer

#### Recuadro 1

### ¿Conviene hacer estallar una burbuja?

Uno de los dilemas más intrincados para un banco central es cómo hacer frente a una burbuja de precios en los mercados de activos. El ejemplo clásico es Japón: tras el estallido de una burbuja inmensa a principios de la última década, comenzó un episodio de profunda recesión y deflación que recién hoy se está desvaneciendo. Es poco común que un banco central reconozca públicamente que tiene los precios de los activos en la mira. “El consenso general es que los bancos centrales ni pueden ni deben apuntar a un cierto precio para los activos, y que no deben tratar de hacer estallar una burbuja”, explica Issing. Pero la idea no lo convence: “históricamente, las peores catástrofes macroeconómicas ocurrieron cuando explotó una burbuja. Los balances de los bancos, de las empresas y de los hogares: todos terminaron destruidos. Entonces los bancos centrales no pueden limitarse a decir que su única función es suministrar liquidez una vez que la burbuja reventó”.

Issing reconoce que no hay una respuesta sencilla, pero piensa que gracias a la estrategia de dos pilares el Banco Central Europeo tiene una ventaja frente a este dilema. Como casi todas las burbujas de precios de activos han estado acompañadas o precedidas de fuertes aumentos de la liquidez o del crédito, un banco central con una política que le permite reaccionar ante esas variaciones tiene más posibilidades de prevenir una burbuja. “Estamos muy lejos de un modelo perfecto. Pero si un banco central nota mucha actividad con el dinero y el crédito, y al mismo tiempo saltan los precios de la vivienda y de la renta variable, sería muy difícil pasar por alto esa información.” El Banco de Japón acaba de respaldar ese concepto anunciando una estrategia monetaria “de doble perspectiva”, parecida a los dos pilares del Banco Central Europeo. La razón oficial es el deseo de evitar burbujas.

el eurosistema para ayudar a eurolandia a apurar el trago amargo que representan un crecimiento lento y un desempleo alto? La respuesta es ‘muy poco’, porque no existe un elixir milagroso que la política monetaria pueda confeccionar en contra de estos dos males” (Padoa-Schioppa, 2004).

## Desde el comienzo supimos que íbamos a ser el chivo expiatorio por excelencia. Es el destino de todo banco central, y aún más si es supranacional.

Otro reto a largo plazo para el Banco Central Europeo es encontrar la manera de cumplir sus responsabilidades sin una unión política, que algunos analistas aún consideran una necesidad para que la unión monetaria pueda perpetuarse. Aunque estos días hay un poco más de optimismo en Europa gracias a la reactivación de la economía, no parece haber mucho interés en profundizar la integración, ni mediante una nueva constitución europea ni por otra vía. Issing, por

Recuadro 2

### ¿Una sola UE dentro del FMI?

En medio de los esfuerzos que está llevando a cabo el FMI por otorgarles una voz más destacada a las economías de mercados emergentes —principalmente recurriendo a una asignación de cuotas más grandes, lo cual significa que en la práctica controlarían un mayor número de votos—, se ha intensificado la presión para que Europa consolide su representación en la persona de un solo director ejecutivo, o quizá dos. Se trata de un cambio que acarrearía consecuencias profundas para el continente: la Unión Europea tiene más de 32% del total de votos, y ese porcentaje se encuentra distribuido entre 7 de los 24 directores ejecutivos del FMI. Aunque Estados Unidos comparativamente tiene solo 17%, la voz europea está fragmentada porque muchas veces los 25 países miembros no coordinan sus posturas. Por lo tanto, a la Unión Europea le convendría consolidar su representación y su voz, pero los detalles son espinosos.

Aunque el Banco Central Europeo aspira a su propia representación ante el Directorio —en la actualidad tiene carácter de observador permanente y participa únicamente en los debates vinculados a la zona del euro—, es posible que los ministros de Hacienda de la zona prefieran tener a alguien que represente sus propios puntos de vista. Y aun si encontrarán un representante en común, no todos están a favor de un solo puesto en el Directorio. Alemania, Francia y el Reino Unido, por ejemplo, ya no estarían representados individualmente, y los demás países europeos tendrían que hacer un realineamiento. Y en caso de que el FMI logre modificar la fórmula de cálculo de las cuotas, Bélgica y los Países Bajos, entre otros, probablemente perderían votos, en tanto que España se vería beneficiada. Issing opina que “la representación única será la solución definitiva y constante”, pero no cree que ocurra a corto plazo; más bien, tendrá que esperar a la unión política.

su parte, cree que es un cuestionamiento inevitable para los dirigentes europeos: “a la larga, Europa se verá forzada a decidir qué tipo de estructura política complementa bien la unión monetaria”. De hecho, los problemas de tener una unión monetaria sin representación política están vivamente ilustrados en la campaña lanzada por el Fondo Monetario Internacional para reformar su sistema de gobierno (recuadro 2).

### Inversión en capital humano

En retrospectiva, Issing cree que tomó las mejores decisiones posibles con la información que tenía en el momento. Pero no deja de reconocer que con sus colegas subestimaron el tiempo que les llevaría al público, al periodismo y a los mercados familiarizarse con una institución nueva, una moneda nueva y un entorno totalmente transformado. Su aporte más duradero a la continuidad del euro bien podría terminar siendo su legado fuera del candelero ejecutivo. Según Peter Kenen, investigador Jefe del Consejo de Relaciones Exteriores, es gracias a Issing que el Banco Central Europeo ha fundado uno de los mejores departamentos de Economía y de investigación del mundo entero, digno rival de los que tienen la Reserva Federal estadounidense y el Banco de Inglaterra. Para un hombre que ha dedicado su vida a la reflexión y al análisis académico riguroso, quizá no haya mejor tributo.

Issing se habrá jubilado del Banco Central Europeo, pero no para sumergirse en el ocio. Parte del tiempo lo dedicará a asesorar a Goldman Sachs, el banco privado de inversión estadounidense, donde tendrá un contacto más estrecho con los inversionistas profesionales que antes trataba a distancia. Y el resto del tiempo lo ocupará en la presidencia del Centro de Estudios Financieros en Fráncfort, que a fin de cuentas quizá sea lo que le permita sentirse plenamente realizado, ya que volverá a intercambiar ideas con estudiantes y estudiosos en un ambiente académico: “cuanto más viejo me ponga, más disfruto de la compañía de los jóvenes, porque me hacen entender mejor cómo está cambiando el mundo”. ■

Camilla Andersen es Redactora Principal de Finanzas & Desarrollo.

#### Referencias:

- De Grauwe, Paul, 2002, “Challenges for Monetary Policy in Euroland”, *Journal of Common Market Studies*, vol. 40 (noviembre), págs. 693–718.
- , 2006, “Flaws in the Design of the Eurosystem?”, *International Finance*, vol. 9 (agosto), págs. 137–44.
- Issing, Otmar, 2001, “The Single Monetary Policy of the European Central Bank: One Size Fits All”, *International Finance*, vol. 4 (primer trimestre), págs. 441–62.
- Padoa-Schioppa, Tommaso, 2004, *The Euro and Its Central Bank—Getting United After the Union* (Cambridge, Massachusetts: MIT Press).
- Wyplosz, Charles, 2006, “European Monetary Union—The Dark Sides of a Major Success”, *Economic Policy* (abril), págs. 207–61.