

# DEUDA, DEFLACIÓN Y CRISIS DEL EURO

Ignacio Perrotini Hernández

La crisis europea no es esencialmente una “crisis de deuda soberana”, sino una crisis de sus principios institucionales en materia de política monetaria y fiscal, los cuales han inducido incentivos para que Alemania (país ancla), Austria, Bélgica, Francia y Holanda practiquen políticas de deflación salarial y *beggar thy neighbour* que, eventualmente, causan fragilidad financiera y crisis de deuda en una unión monetaria subóptima, asimétrica e inconclusa. Por tanto, las políticas anticrisis de deflación y austeridad fiscal, inspiradas en el *Treasury View* y la Ley de Say, sólo agravarán la precaria situación de la periferia del área del euro. Se sugiere que una mejor solución consiste en resolver las asimetrías institucionales de la eurozona y promover políticas que expandan el producto y el empleo.

Clasificación JEL: H63, E31, E24, E42, E52, E62.

Palabras clave: deuda soberana, deflación, salarios, sistemas monetarios, política monetaria, política fiscal.

## ABSTRACT

Europe's on-going crisis, mistakenly dubbed as “a sovereign-debt crisis”, boils down to a crisis of the eurozone's institutional foundations with regards monetary and fiscal policy, which, in turn, paved the way for the anchor country (Germany) and other surplus economies (Austria, Belgium, France and Netherlands) to follow wage-deflationary and beggar thy neighbour policies that, eventually, trigger financial fragility and debt crises within a suboptimal and asymmetric monetary union. Therefore, the conventional policies (deflation and fiscal austerity) implemented to tackle the crisis, akin to the old Treasury View and Say's Law, will in all probability worsen the situation in peripheral Europe. It is argued that Europe should, instead, bridge its current institutional asymmetries and adopt expansionary policies with a view to improve economic activity and employment.

Key words: sovereign debt, deflation, wages, monetary systems, monetary policy, fiscal policy.

*In summa, ut quondam Menippus possent cogitare de vertice  
luna ineffabilem confusionem humani generis crederetis videns  
multitudo culices aut culicibus litigium, pugnando, tendunt  
laqueos, furetur, vexare, gaudent, natus, infirmatu, et mori.*

ERASMO DE ROTTERDAM (1511),  
*Stultitiae laus*<sup>1</sup>

## INTRODUCCIÓN

El vertiginoso ascenso del euro desde su aparición como unidad de cuenta en enero de 1999, y como moneda única en circulación legal a partir de enero de 2002 en remplazo del ECU (European Currency Unit), indujo a algunos analistas a pronosticar que la nueva moneda europea sería un respetable rival del dólar en la función de dinero mundial.

Esta percepción parecía consistente con la evidencia empírica porque, entre otras razones, a la sazón (2008) el dólar registraba una tendencia histórica de 35 años de depreciación, amén de que, a pesar de esta tendencia, la economía de Estados Unidos había acumulado una historia de cinco lustros de déficits crónicos en cuenta corriente. Además, entre 1999 y 2007 la brecha entre el dólar y el euro –medida por la demanda respectiva en las transacciones monetarias internacionales– disminuyó ligeramente, con lo cual renació la hipótesis referida al remplazo del dólar como moneda de reserva internacional porque el euro lo desplazaría aproximadamente en 2025.<sup>2</sup>

La idea original de crear una Europa unificada con base en los principios de solidaridad y coexistencia pacífica entre naciones y culturas heterogéneas fue concebida al final de la Segunda Guerra Mundial, entre otros, por Altiero Spinelli, un

<sup>1</sup> “En suma, si como en otro tiempo Menipo, pudieras contemplar desde lo alto de la Luna la inenarrable confusión del género humano, creerías estar viendo un enjambre de moscardones o mosquitos que litigan, pelean, se tienden asechanzas, se roban, se burlan, se divierten, nacen, enferman y mueren”. Erasmo de Rotterdam, *Stultitiae laus* (Elogio de la locura), 2012, capítulo XLVIII.

<sup>2</sup> Cfr. Menzie Chinn y Jeffrey Frankel, “The Euro may over the next 15 years surpass the dollar as leading international currency”, Cambridge, MA., Harvard University, *Working Paper* 08-016, marzo 2008. Ya en las décadas de los años 1970 y 1980 se creyó, sin fundamento, que el yen japonés y el marco alemán arrebatarían al dólar el papel de moneda internacional clave.

comunista antifascista que proponía un sistema institucional y económico centrado en la cooperación por oposición a la competencia y la guerra.<sup>3</sup> El Tratado de Roma promulgó la creación del Mercado Común Europeo en 1957, diez años más tarde se creó la Comunidad Económica Europea y con el Tratado de Maastricht de 1992 se decretó la Unión Monetaria Europea (UME) que conduciría a la adopción del euro en 1999.<sup>4</sup> En el proceso político del que emergió la moneda única, Alemania influyó para que el Banco Central Europeo (BCE) heredara las características institucionales del Bundesbank (Banco Central de Alemania), es decir, autonomía formal y un solo objetivo de política, la estabilidad de precios. El BCE también asumió el compromiso de no adquirir bonos de deuda pública de los países miembros y de no rescatar a gobiernos que incurrieran en insolvencia financiera. Dado que Alemania ha desempeñado el papel de economía ancla del nuevo sistema, impuso el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (SGP por sus siglas en inglés) en 1997, que estableció criterios de convergencia en la forma de límites máximos de déficit fiscal (3% del PIB) y deuda (60% del PIB).

La evolución de ciertas variables clave entre mediados de la década de los noventa y el inicio de la crisis –señaladamente la convergencia de las tasas de interés (véase Gráfica 1), inflación, déficit fiscal (exceptuando a Grecia y Portugal) y deuda pública (con la excepción de Italia y Grecia)– parecía confirmar que el proceso de integración financiera de la UME era exitoso. El hecho de que el *spread* entre los bonos de deuda gubernamental en el área del euro haya permanecido bajo y estable durante más de una década, significa que los inversores marginales consideraban que los bonos de los países que hoy día experimentan la llamada “crisis de deuda soberana” (España, Irlanda, Italia, Grecia y Portugal), eran sustitutos casi perfectos de los bonos de Alemania.

El advenimiento del euro eliminó las barreras que segmentaban los mercados de los bonos corporativos europeos y permitió a los bancos de inversión, explorar economías de escala en un mercado unificado de dimensión comparable al denominado en dólares estadounidenses.<sup>5</sup> Así, el BCE, el Fondo Monetario Internacional (FMI), los mercados financieros y la opinión pública internacional estimaron que la integración económica

<sup>3</sup> Erasmo de Rotterdam (1466-1536) fue el primero que imaginó una cultura europea común unificada por la cooperación humanista y alejada del fanatismo. Cfr. Stefan Zweig, *Erasmo de Rotterdam: Triunfo y tragedia de un humanista*, Paidós, Barcelona, 2005.

<sup>4</sup> La UME es un área de libre comercio conformada por 27 países, aunque sólo 17 usan el euro, configurando así la zona euro.

<sup>5</sup> Más que los inversionistas, prestatarios y banqueros locales de la zona euro, fueron los bancos de inversión norteamericanos quienes se beneficiaron en mayor medida con la aparición del euro, porque la erosión de las barreras a la entrada facilitó la migración de las inversiones hacia

de la UME era un fenómeno exitoso, incluso inmediatamente después del estallido de la crisis de las hipotecas subprime en 2007-2008.<sup>6</sup>

No obstante, poco más de una década después de la creación del euro la UME se encuentra flagelada por extraordinarios desequilibrios financieros, fragilidad del sistema bancario, crisis de balanza de pagos, desempleo y recesión rampantes. La así llamada crisis de deuda inició en Grecia, se propagó después hacia Irlanda y Portugal y, como la primera peste negra (1348), ha contagiado a España e Italia. La abisal profundidad de la crisis financiera y, sobre todo, las políticas anticrisis implementadas hasta ahora por el BCE, el FMI y los gobiernos de la UME, ponen en riesgo la existencia misma del euro y del paradigmático estado de bienestar europeo junto con las reformas socialdemócratas que lo fundaron a largo de un siglo de historia. Los juicios abracadabantes que ha provocado la crisis europea sólo tienen parangón con el optimismo extremo que suscitó el nacimiento del euro.<sup>7</sup>

Lawrence H. White, economista liberal norteamericano pregunta retóricamente “¿cómo fue que incurrimos en este desorden financiero?”.<sup>8</sup> White sostiene que la causa de la crisis reside en la política monetaria de la Reserva Federal (FED) y en la regulación financiera federal; ambas distorsionaron las tasas de interés y los mercados financieros, generando así la debacle financiera. Por otra parte, Riccardo Bellofiore, Francesco Garibaldo y Joseph Halevi aseveran que a través de los vasos comunicantes de los mercados financieros globales, la crisis detonada por el colapso de las hipotecas subprime se transmitió al área del euro: los superávit financieros generados por las exportaciones europeas estaban invertidos en activos “tóxicos” emitidos en el mercado financiero norteamericano; la inversión en derivados vinculados con los títulos

---

los bancos internacionales más grandes, especialmente los de Estados Unidos. Cfr. João Santos y Kostas Tsatsaronis, “The cost of barriers to entry: evidence from the market for corporate euro bond underwriting”, *Working Paper No. 134*, Basilea, BIS, septiembre 2003.

<sup>6</sup> Véase *European Central Bank, Monthly Bulletin: Tenth Anniversary of the ECB*, [<http://www.ecb.int>]; Carlo Panico y Francesco Purificato, “Policy coordination, conflicting national interests and the European debt crisis, *Cambridge Journal of Economics*, Special Issue, enero 2013, en prensa; João Santos y Kostas Tsatsaronis, *op. cit.*

<sup>7</sup> “La creación del euro debe reconocerse ahora como un experimento que ha tenido muchos costos económicos sustanciales”, Martin Feldstein, “The euro and European economic conditions”, *NBER Working Paper Series No. 17617*, NBER, Cambridge, MA., noviembre 2011, p. 2, [<http://www.nber.org/papers/w17617>]. Michael Hudson (“A financial coup d’etat”, CounterPunch, septiembre 2010, p. 1) afirma que “Europa se convertirá en una república bananera” si los gobiernos gravan con “impuestos mayores al trabajo y las ventas que al sector financiero” a la vez que “reducen las pensiones y otros gastos públicos”.

<sup>8</sup> Lawrence H. White, “How did we get into this financial mess?”, *CATO Institute Briefing Papers*, núm. 110, noviembre 2008.

subprime resultaba más atractiva que el mercado interno de la zona euro, deprimido por tres décadas de políticas de estancamiento de la demanda efectiva y la deflación de los salarios.<sup>9</sup>

Es cierto que la FED ha manipulado la tasa de interés para alcanzar objetivos macroeconómicos –lo cual no tiene nada de extraño dado que practica una política monetaria de objetivo de inflación–, como cierto es también que el efecto de contagio tuvo verificativo. Pero la cuestión es si la crisis europea –y de Estados Unidos– se explica fundamentalmente por los “errores” de la FED y/o por el contagio o si más bien la clave estriba en factores endógenos asociados a la naturaleza institucional de la UME. En este artículo sostendremos que, en último análisis, Europa no experimenta una “crisis de deuda soberana” en la acepción convencional, sino una crisis de su ordenamiento y principios institucionales en materia de política monetaria y fiscal que induce incentivos para que el país ancla (Alemania) y en menor medida otros (Austria, Bélgica, Francia y Holanda) practiquen políticas de deflación salarial y *beggar thy neighbour* que, eventualmente, causan fragilidad financiera y crisis de deuda. Debido a esto es que la UME ha funcionado como un área monetaria óptima asimétrica e inconclusa. Por tanto, las políticas anticrisis de deflación y austeridad fiscal que están promoviendo ahora el BCE, el FMI y la UME sólo agravarán la de por sí precaria situación de los países de la periferia de la zona euro. En la era de la Gran Depresión de los años 1920-1930 estas políticas formaron parte del *Treasury View* y profundizaron el caos financiero. Una mejor alternativa consiste en resolver las asimetrías institucionales de la UME y promover políticas que expandan el producto y el empleo. La segunda sección de este artículo explica las características de lo que se conoce como un área monetaria óptima (AMO) y se discute si la UME satisface estos criterios, así como las consecuencias macroeconómicas que se derivan de ello; la tercera sección discute el enfoque convencional de la actual crisis de deuda europea que sostienen en común el BCE, la UME y el FMI; este enfoque se caracteriza por repetir los errores y supuestos del *Treasury View* y la Ley de Say; la cuarta sección concluye con algunas implicaciones de política económica que se infieren del presente análisis.

### **¿ES LA UME UN ÁREA MONETARIA ÓPTIMA?**

La teoría de las áreas monetarias óptimas postula que el régimen de tipo de cambio irrevocablemente fijo es preferible al de tipo de cambio flexible para las economías

<sup>9</sup> Riccardo Bellofiore, Francesco Garibaldo y Joseph Halevi, “The Global Crisis and the Crisis of European Neomercantilism”, *Socialist Register*, vol. 47, 2011.

que ostentan altos grados de integración comercial y de sus mercados de capital y trabajo.

Robert Mundell<sup>10</sup> sostiene que el factor clave de las AMO es la libre movilidad del trabajo, de los salarios y de los precios. Dado que el tipo de cambio es invariable, los países integrantes del AMO no pueden mitigar los efectos adversos de un choque de demanda mediante una devaluación que modifique los precios relativos, pero sí lo pueden hacer a través de variaciones en la producción mediante la migración del trabajo al interior de las regiones que conforman el AMO.

De acuerdo con Ronald McKinnon,<sup>11</sup> el factor clave es el grado de liberalización comercial medido por la participación del sector de bienes comerciables ( $T$ ) en el ingreso nacional ( $Y$ ). Bajo el régimen de tipo de cambio flexible, un ajuste de un desequilibrio de la balanza de pagos mediante la devaluación, causará fluctuaciones de precios y del ingreso real, mayores en las economías que tienen una *ratio*  $T/Y$  alta que en las economías que exhiben una baja *ratio*  $T/Y$ ; mientras que, dado un régimen de tipo de cambio fijo, la contracción del producto nacional (recesión) requerida para ajustar un desequilibrio de la balanza de pagos, será mayor para las economías con una baja *ratio*  $T/Y$  que para las economías con mayor  $T/Y$ . Del análisis de McKinnon se infiere que: las economías más abiertas deben preferir políticas de demanda y tipos de cambio fijos para ajustar la balanza de pagos y que las menos abiertas deberán preferir la devaluación. Por tanto, la clave para que un país se integre en un AMO es el grado de apertura comercial.

Peter Kenen,<sup>12</sup> a su vez, propone un criterio estructural como la clave de la organización de un AMO: el grado de diferenciación del producto. Dado que la diversificación de la oferta es un antídoto contra los choques de demanda, la selección del tipo de cambio consiste en que las economías más diversificadas son proclives a integrar un AMO, mientras que las monoproductoras deberán elegir un régimen de flotación cambiaria. Una dificultad del argumento de Kenen es que al ligar la selección del régimen de tipo de cambio a las condiciones estructurales, supone que el conflicto inflación-desempleo es estable, lo cual ha sido refutado por la experiencia histórica a partir de la crisis de estanflación de los años 1970.

Alberto Alesina, Robert Barro y Silvana Tenreyro sostienen que en la economía mundial existen tres monedas ancla que potencial o realmente constituyen AMOs “naturales”: el dólar, el euro y el yen. Los “clientes naturales” de éstas son los países que

<sup>10</sup> R. Mundell, 1961; E. Tower y T. D. Willet, 1976.

<sup>11</sup> R. McKinnon, 1963; E. Tower y T. D. Willet, 1976.

<sup>12</sup> P. Kenen, 1969; E. Tower y T. D. Willet, 1976.

no pueden conseguir y mantener baja inflación, los que sostienen un comercio intenso con el país poseedor de una moneda ancla y los que muestran una alta correlación de precios y producto con los de alguna moneda ancla.<sup>13</sup>

En teoría, la convergencia monetaria dentro de un AMO implica necesariamente uniformidad de las tasas de inflación y de interés de los bancos centrales de las economías integrantes de esa unión monetaria. A este respecto, se plantea la cuestión de si, además de un banco central común, se requiere también un gobierno central común y, por tanto, una política fiscal común. En las condiciones actuales de la crisis europea, ésta es la cuestión fundamental, toda vez que en el ojo del huracán de la crisis del área del euro existe una asimetría que caracteriza al actual arreglo institucional de la eurozona, rasgo que le impide la coordinación efectiva de las políticas monetaria y fiscal, tanto para evitar como para resolver una crisis como la presente.<sup>14</sup> En efecto, la existencia de una política fiscal central uniforme, paralela a la política monetaria uniforme, es una característica esencial de la estabilidad de un AMO.

En la literatura se dice que la adopción de un AMO *vis-à-vis* el régimen de tipo de cambio flexible representa tanto ganancias de eficiencia monetaria como costos reales. Las ganancias son importantes especialmente cuando sus integrantes convienen en emplear una sola moneda, como en el caso de la eurozona. Estas ventajas consisten en lo siguiente: reducción de los costos de transacción en proporción al grado de integración de los mercados de bienes, capital y trabajo entre los miembros de la AMO;<sup>15</sup> eliminación de la incertidumbre y el riesgo cambiario; importación de la política anti-inflacionaria y la inflación estable y baja de la moneda que funge como ancla, con lo cual en teoría se elimina el problema del sesgo inflacionario;<sup>16</sup> convergencia con los precios internacionales y dado que la unión monetaria tiende a aumentar el comercio intra-AMO, se incrementan los comovimientos del producto y de los precios entre los miembros de la unión monetaria.

Por otra parte, la integración en un AMO implica varios costos: los países miembros abandonan la política monetaria y el tipo de cambio como instrumentos de estabilización del producto y el empleo, aunque si entre los países miembros del AMO

<sup>13</sup> Alesina, Barro y Tenreyro, 2002.

<sup>14</sup> Véase Panico y Purificato, 2013.

<sup>15</sup> A mediados de los años 90, la Comisión de la Comunidad Europea (CE) estimó que el beneficio de adoptar una sola moneda representaba entre 0.25% y 0.50% del PIB agregado de la CE y que las comisiones que los bancos cobraban por el cambio de divisas –sin duda un impuesto pagado por los consumidores– ascendía a 5% de los ingresos del sistema bancario.

<sup>16</sup> Cfr. Barro y Gordon, 1983. El sesgo inflacionario de marras surge, según Barro y Gordon, por la propensión a sobrecalentar la economía en el ciclo económico o por los incentivos para monetizar el déficit fiscal y la deuda pública.

existe un alto grado de integración económica, la unión monetaria puede ayudar a reducir los costos de la estabilización provocados por choques reales; en el caso de que la política monetaria independiente de un país haya contribuido a la estabilización de los ciclos económicos en el periodo ex-ante a la adopción de un AMO, confrontará el costo adicional de fluctuaciones más abruptas del producto y el empleo, en cuyo caso la política monetaria uniforme del AMO deberá hacerse cargo de los mecanismos de compensación correspondientes; además, la unión monetaria tiende a incrementar los movimientos de los precios en maneras que no necesariamente se relacionan de un modo sistemático con los movimientos del producto, de suerte que la integración macroeconómica puede no coincidir con la integración microeconómica. Por otra parte, para los países periféricos de la eurozona con déficits en cuenta corriente insostenibles y pasivos financieros con el exterior, la moneda unificada significa altos costos en términos de deflación y desempleo porque no es posible utilizar el tipo de cambio para estabilizar la balanza de pagos sin contraer el nivel de actividad económica.

El modelo de AMO que se observa en la eurozona está conformado por diecisiete países<sup>17</sup> que abandonaron sus monedas nacionales y crearon una nueva moneda y una autoridad monetaria central, el euro y el BCE respectivamente. Se trata de una unión monetaria asimétrica. Dada su naturaleza de unión monetaria asimétrica, en el contexto de la UME:

1. El país ancla (Alemania) ejerce una hegemonía monetaria para garantizar la estabilidad de precios del AMO en su conjunto y los países satélites se acomodan a esa hegemonía.

Dado el régimen de tipo de cambio fijo irrevocable, la supremacía del país ancla puede inducir una crisis de la moneda común (el euro) si aplica una política de deflación salarial que se traduce en discrepancias de costos unitarios laborales y de competitividad externa, en desequilibrios de balanza de pagos, acumulación de deuda y, finalmente, en crisis financiera de las economías satélite; a menos que la asimetría monetaria se atempere con otros mecanismos institucionales que impliquen cooperación monetaria y fiscal (AMO simétrica).

2. Las regiones deficitarias no pueden realizar una devaluación externa porque están comprometidas con un tipo de cambio fijo irrevocable; si el ancla monetaria hegémónica obstruye la monetización del déficit y la deuda de los países periféricos,

<sup>17</sup> Alemania, Austria, Bélgica, Chipre, Eslovaquia, Eslovenia, España, Estonia, Finlandia, Francia, Grecia, Holanda, Irlanda, Italia, Luxemburgo, Malta, Portugal. Los otros miembros de la Unión Europea que no adoptaron el euro son Bulgaria, Dinamarca, Hungría, Letonia, Lituania, Polonia, República Checa, Reino Unido, Rumania y Suecia.

éstos deben entonces recurrir a la “devaluación interna”, es decir, a la deflación salarial y la austeridad fiscal. Una vez más, con el riesgo de que la deflación con deuda (*debt-deflation*, la denominó Irving Fisher) desestabilice a la moneda uniforme y, por tanto, al AMO en su conjunto.

3. Típicamente, en una unión monetaria asimétrica la posición hegemónica adopta conductas mercantilistas (*beggar thy neighbour*), el superávit en cuenta corriente es un objetivo de la política monetaria local del país ancla y no existen mecanismos para reciclar este superávit hacia las economías deficitarias pertenecientes al AMO con el fin de facilitar el ajuste de sus balanzas de pagos. Cuando la acumulación de deuda de las economías subalternas se torna insostenible y estalla la crisis financiera, la hegemonía monetaria tiende a promover la deflación y políticas del tipo *Treasury View*<sup>18</sup> como solución a la crisis financiera.
4. En la UME los mercados de trabajo nacionales no están integrados, el grado de movilidad de la fuerza de trabajo de los países con tasas de desempleo altas y crecientes (sobre todo en períodos de recesión) hacia los países con mayor demanda laboral es marginal. La creación del euro como moneda única y del BCE no son condición suficiente para la integración de los mercados laborales, aun suponiendo que no existieran barreras legales. Por naturaleza, los mercados de trabajo tienden a integrarse lentamente y de manera imperfecta, prueba de ello es el caso de Estados Unidos cuya historia de unión monetaria abarca más de un siglo sin que pueda afirmarse que sus mercados de trabajo regionales están integrados cabalmente, a pesar de que ahí las barreras culturales y lingüísticas son menores que en la UME. Por esta razón, era obvio que la moneda única no evitaría choques macroeconómicos (de oferta y/o de demanda) específicos a alguno(s) de los países miembros de la eurozona, choques macroeconómicos que, originados dentro o fuera de la eurozona, ni la política monetaria ni variaciones en el tipo de cambio nominal podrían absorber. Por tanto, desde el inicio del proceso de convergencia monetaria era obvio que el ordenamiento institucional de la UME requería un enfoque de política fiscal distinto al establecido en los lineamientos del Tratado de Maastricht. La adopción del euro descansa en varios supuestos heroicos, entre ellos tres dogmas: a) la moneda única y la política monetaria uniforme sincronizan los ciclos económicos y uniformizan los choques macroeconómicos de los participantes en la UME; b) una sola política (monetaria de “*inflation targeting*”) es suficiente para controlar a un grupo de economías con experiencias tan disímiles y tasas de desempleo muy diferentes (véase Cuadro 1); y c) la disciplina fiscal es suficiente para evitar la inflación y las crisis de balanza de pagos.

<sup>18</sup> En la siguiente sección se explica este concepto.

5. El Tratado de Maastricht no incluye un sistema fiscal centralizado como parte de la UME, sino que la recaudación de impuestos y las transferencias fiscales las realizan los gobiernos nacionales de manera independiente; los fondos fiscales de países sin crisis (por ejemplo, Alemania, Holanda y Bélgica) no pueden transferirse a las naciones que experimentan una crisis (España, Grecia, Irlanda, Italia y Portugal) y así detener la caída del PIB y del empleo productivo.
6. Los estados miembros de la UME están sujetos a los criterios de convergencia (déficit fiscal/PIB = 3% y deuda/PIB = 60%); si debido a una recesión los ingresos tributarios disminuyen, estos límites impiden aplicar medidas fiscales contracíclicas (estabilizadores automáticos). Por tanto, dado que la política monetaria uniforme les impide crear dinero para financiar el déficit fiscal y el Tratado de Maastricht prohíbe la monetización de la deuda (*bail out*) de los gobiernos, la ausencia de autonomía en política monetaria implica que las únicas soluciones sean: a) el financiamiento externo a través de los mercados de capital y b) el ajuste del desequilibrio mediante una contracción del ritmo de actividad económica. La primera opción, implica deuda y fragilidad financiera y la segunda, desempleo, menor recaudación fiscal y crisis; ambas opciones incrementan las razones déficit fiscal/PIB y deuda/PIB, es decir, contradicen los criterios de Maastricht.
7. El advenimiento del euro aceleró la liberalización financiera y la integración de los mercados de capital cuya desregulación había sido impulsada formalmente por la Single European Act (1987) y el programa de armonización financiera Financial Services Action Plan (1999) que comprendió 42 iniciativas en áreas como seguros, banca comercial, títulos financieros, hipotecas, pensiones. La integración financiera fue finalmente remachada por la Agenda de Lisboa (2000) y la Estrategia de Lisboa (2005).<sup>19</sup>

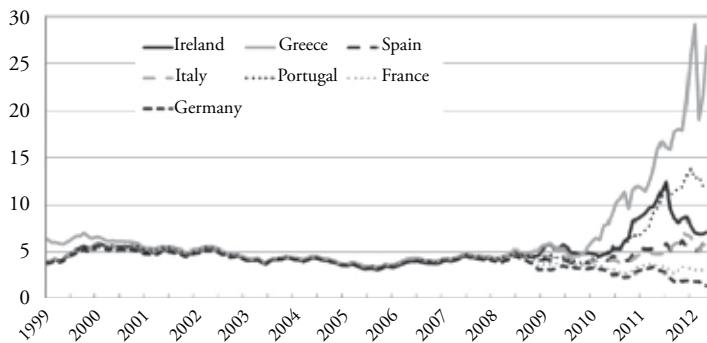
La desregulación y la adopción del euro dieron lugar a una extraordinaria expansión de los flujos financieros entre los miembros de la UME, al incremento espectacular de los activos y pasivos bancarios<sup>20</sup> y a la convergencia de las tasas de interés (véase Gráfica 1): se estima que después de la introducción del euro, las transacciones y

<sup>19</sup> El White Paper hace la apología de la liberalización financiera de la siguiente manera: “Los mercados financieros son pivotes para el funcionamiento de las economías modernas. Cuanto mayor es su integración, más eficiente serán la asignación de los recursos económicos y el desempeño económico de largo plazo. La realización del mercado único en los servicios financieros es, así, una parte crucial del proceso de reforma económica de Lisboa; y esencial para la competitividad global de la Unión Europea”, European Commission, 2005-2010, p. 5.

<sup>20</sup> Los activos bancarios combinados de Alemania, Austria, Bélgica, Francia y Holanda (los países acreedores) crecieron de un promedio de 47.4% del PIB a 118.3% entre 1990-1995 y 2002-2010,

los saldos bancarios dentro de la eurozona aumentaron al menos 40%.<sup>21</sup> Sin embargo, la tasa de retorno de los activos de los países periféricos o deudores de la eurozona disminuyó de 0.8 a 0.4 y la de los acreedores aumentó de 0.3 a 1.0 entre 1990-1995 y 2002-2007. La moneda única no propició una tasa de retorno única.<sup>22</sup>

GRÁFICA 1  
*Rendimientos en el mercado secundario de los bonos del gobierno a 10 años (enero 1999-mayo 2012) de algunos países europeos.<sup>23</sup>*



Fuente: elaborada con datos de ECB database por Carlo Panico y Francesco Purificato, "Policy coordination, conflicting national interests and the European debt crisis", *Cambridge Journal of Economics*, Special Issue, enero 2013, en prensa.

## LA CRISIS DE LA EUROZONA: TEORÍA Y HECHOS ESTILIZADOS

La "crisis de deuda soberana" comenzó en Grecia en abril-mayo de 2010 con el ataque especulativo contra los bonos de deuda griega, cuyo efecto fue un incremento drástico en la tasa de interés de los bonos a 10 años; después se propagó más o menos rápidamente hacia Irlanda, Portugal, España e Italia<sup>24</sup> poniendo en riesgo al sistema bancario europeo y la existencia misma del euro.

y sus pasivos aumentaron de 41% a 102.4% en el mismo lapso, mientras que los de los países deudores (España, Grecia, Irlanda, Italia y Portugal) aumentaron de 22.5% a 96.1% y de 20% a 107.2% respectivamente. Cfr. Bank for International Settlements 2011, Table 2A.

<sup>21</sup> Ozcan *et al.*, 2002.

<sup>22</sup> Pérez y Vernengo, 2012, p. 18.

<sup>23</sup> Agradezco a Carlo Panico su gentileza al facilitarme y permitirme usar esta elocuente gráfica.

<sup>24</sup> Panico y Purificato comentan que en noviembre de 2010 la tasa de interés de los bonos de largo plazo del gobierno irlandés subió a 8%, la de los bonos portugueses ascendió a 10% en junio de 2011, en enero de 2012 la tasa de interés de los bonos griegos a 10 años ascendió a 25.9% y más recientemente los bonos de deuda de España e Italia han experimentado presiones alcistas, *op. cit.*, p. 10, *passim*.

El enfoque ortodoxo –o “punto de vista alemán”<sup>25</sup> atribuye la actual crisis de deuda europea a la indisciplina fiscal y al incremento salarial de los países periféricos de la UME (España, Grecia, Irlanda, Italia y Portugal). Por el contrario, los principios en que se funda la creación del euro, los lineamientos del Tratado de Maastricht y del Pacto de Estabilidad y Crecimiento SGP, según esta teoría, no habrían desempeñado ningún papel relevante en la gestación de la crisis de deuda. El déficit fiscal, resultante de la expansión del gasto del gobierno, fue la causa de la crisis externa de acuerdo con el BCE, el FMI y el gobierno alemán, entre otros.

Con base en este diagnóstico, el BCE, la UME, el FMI y los líderes del área del euro han propuesto varias estrategias: la capitalización de los bancos; el incremento del fondo del seguro de garantías de la *European Financial Stability Facility* para permitir que España e Italia accedan a los mercados de capital a tasas de interés razonables; la compra de bonos de los países endeudados con el propósito de que sus tasas de interés permanezcan bajas (esta medida contradice y está restringida por la cláusula de no rescate o *no bail out* del Tratado de Maastricht) y, por último, hay quienes al calor de la crisis proponen la creación de una unión fiscal que permita transferir anualmente el superávit fiscal de unos países a otras economías que registren déficit fiscal y comercial sujeto al monitoreo (austeridad fiscal) de la UME. Amén de que estas medidas no han conseguido detener ni resolver la crisis, la suma de los déficits fiscales de Grecia (10.5% del PIB), Irlanda (32%), Italia (9.1%) y Portugal (9.2%) parece suficientemente grande como para descartar la anuencia de los contribuyentes de Alemania y otros acreedores.

La respuesta convencional a la crisis europea contemporánea es, en esencia, la misma vieja idea formulada originalmente por Ralph Hawtrey en 1925 en su teoría monetaria de los ciclos económicos; idea bautizada por J. M. Keynes como *Treasury View*. En los albores de la Gran Depresión de los años 30, Hawtrey se mostró escéptico acerca de que la política fiscal pudiera alterar el producto; J. R. Hicks expresó esa idea (el *Treasury View*) en 1937 como una curva LM vertical y Milton Friedman también en su debate de 1974 con James Tobin.<sup>26</sup>

El *Treasury View* sostiene que el gasto del gobierno no afecta el ingreso ni el nivel de empleo, a menos que sea financiado mediante la creación de dinero. Dados los niveles de salarios monetarios y precios, la tasa agregada del flujo de gasto nominal determina los niveles de producto y empleo. Así, el efecto de un aumento del gasto del gobierno cuando se mantiene constante la oferta monetaria es compensado y anulado por la reducción de igual magnitud del gasto del sector privado porque el público desea

<sup>25</sup> Véanse Soros, 2010 y Wyplosz, 2010.

<sup>26</sup> Cfr. R. Hawtrey, 1925; J. R. Hicks y M. Friedman, 1974.

restaurar sus saldos monetarios o bancarios: “es esta limitación del margen no gastado la que realmente impide que el nuevo gasto del gobierno genere empleo”. Hawtrey derivó su resultado a partir del caso particular en que la elasticidad de la demanda de dinero con respecto a la tasa de interés es nula, resultado que obtiene también cuando el incremento del gasto del gobierno no modifica la velocidad de circulación del dinero.

Richard Khan demostró en un artículo seminal que la tesis del *Treasury View* era errónea, porque si el sistema bancario coopera de modo “inteligente” financiando el gasto del gobierno, éste creará “empleo primario” entre los trabajadores desempleados, quienes gastarán su salario aumentando así la producción de bienes de consumo salarial; esto dará lugar a una sucesión de gastos secundarios cuya relación con el incremento original en el gasto del gobierno se mide con el parámetro  $k$  que determina la proporción en que el nuevo ingreso salarial se gasta en bienes de consumo, es decir, el multiplicador: “la razón del empleo secundario a empleo primario es igual a  $k/(1-k)$ ”.<sup>27</sup> La magnitud del multiplicador está en razón directa con el desempleo y en razón inversa con las propensiones al ahorro y a importar: “en momentos de intensa depresión”, como en la Europa actual, Khan sostiene que “la cantidad de empleo secundario es grande y el aumento en los precios es pequeño”.<sup>28</sup>

J. M. Keynes demostró que los resultados de ineffectividad de la política fiscal obtenidos por el *Treasury View*, dependían del supuesto de insensibilidad de la demanda de dinero con respecto a la tasa de interés; en su teoría del empleo Keynes mostró la relevancia de la preferencia por la liquidez, porque en una economía monetaria en la demanda de activos está implícita una relación sistemática entre la tasa de interés y la demanda de dinero. Por tanto, la situación considerada en el *Treasury View* es un caso particular, únicamente, y sólo en este caso, la política fiscal no tiene efectos reales sobre la producción y el empleo, y el déficit fiscal genera inflación. No obstante, cuando existe desempleo y capacidad productiva ociosa –como en el caso actual de crisis en la economía global– el multiplicador de Khan-Keynes es positivo y la expansión fiscal puede ser un instrumento eficaz contra la recesión y la crisis. El complemento del *Treasury View* en la respuesta convencional a la crisis es la Ley de Say (la oferta crea su propia demanda): una situación de desempleo involuntario crónico es imposible, hipótesis que contrasta con la evidencia estadística (véase Cuadro 1).<sup>29</sup>

Si uno se ciñe a la explicación convencional de la crisis, ésta resulta incomprensible porque emergen varias paradojas tan pronto se observan los hechos estilizados más

<sup>27</sup> R. Khan, 1931, p. 183.

<sup>28</sup> *Ibid.*, p. 182.

<sup>29</sup> D. Ricardo (1817) y J. B. Say (1803), por cierto, consideraban que la Ley de Say funcionaba en el mercado de bienes y de capital, pero no en el mercado de trabajo.

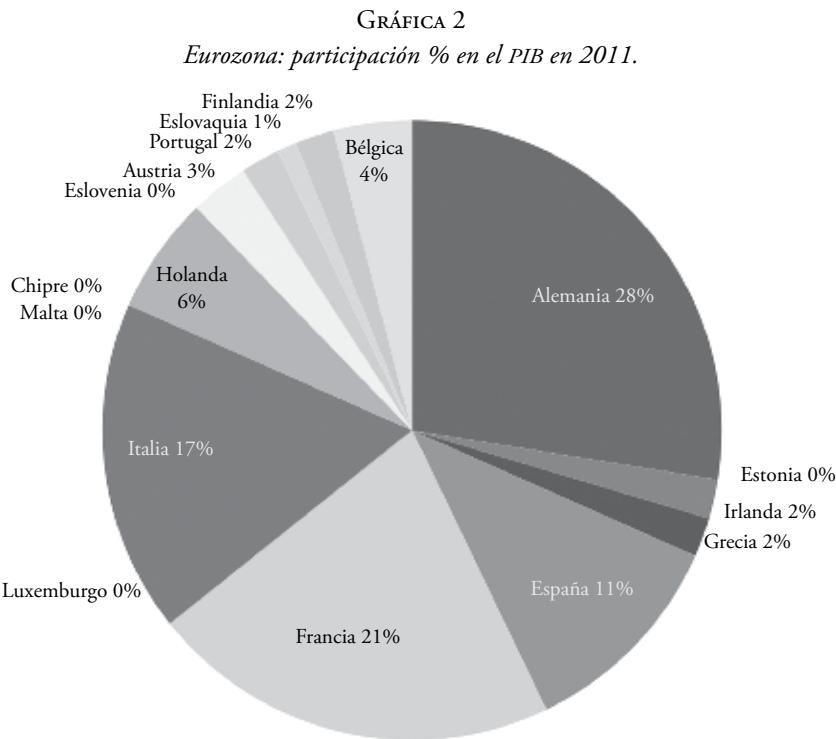
**CUADRO 1**  
*Eurozona: tasas de desempleo anual (%).*

	2001	2002-2007	2008-2009	2010	2011	2012
EUROZONA	8.1	8.6	8.6	10.1	10.0	9.9
ALEMANIA	7.6	9.6	7.7	7.1	6.1	5.9
AUSTRIA	3.6	4.6	4.3	4.4	4.2	4.3
BÉLGICA	6.6	8.1	7.5	8.3	7.4	7.2
FRANCIA	8.3	9.0	8.7	9.8	9.6	9.3
HOLANDA	2.5	4.3	3.4	4.5	4.4	4.8
IRLANDA	3.9	4.5	9.1	13.7	14.5	14.3
GRECIA	10.7	9.6	8.6	12.6	15.7	15.9
ESPAÑA	10.3	9.8	14.7	20.1	21.0	21.1
PORTUGAL	4.6	7.7	9.6	12.0	12.7	13.5
ITALIA	9.1	7.6	7.3	8.4	8.1	8.2

Fuente: Eurostat 2011; Ernst y Young, 2011; Pérez y Vernengo, 2012.

relevantes. Primero, la economía de Grecia representa sólo el 2% del PIB de la eurozona (véase Gráfica 2) ¿Es razonable pensar que la crisis de deuda griega pueda desestabilizar a la UME en su conjunto y aún amenazar la viabilidad del euro? Evidentemente no.

Segundo, el *Treasury View* del BCE, el FMI y el gobierno alemán sostienen que el déficit fiscal de los países periféricos de la eurozona es la causa de la crisis de deuda europea. La evidencia empírica refuta esta hipótesis: España e Irlanda (e Italia durante mucho tiempo), tuvieron un desempeño mejor que Alemania y Francia hasta el momento en que estalló la crisis (véase Cuadro 2); la “lógica” del *Treasury View* dicta que estos últimos en lugar de aquéllos deberían experimentar una crisis de deuda. Grecia y Portugal (en menor medida) violaron el criterio del SGP, pero la suma de ambos representa sólo el 4% del PIB de la eurozona. Si se pondera el balance fiscal promedio como porcentaje del PIB del grupo de países centrales o superavitarios (Alemania, Austria, Bélgica, Francia y Holanda), por una parte, y el de los países periféricos o deudores (España, Grecia, Irlanda, Italia y Portugal), por otra, se observa que hasta el año en que emergió la crisis global (2007) ambos grupos se mantuvieron dentro de los criterios del SGP. El grupo de países superavitarios rompe el límite fiscal del SGP en 2009 y los periféricos lo hacen en 2008. Como se observa en el Cuadro 2, es sobre todo a partir del estallido de la crisis global en 2007-2008 que el déficit fiscal se dispara



drásticamente no sólo para los países periféricos sino incluso para Alemania y Francia. Esto significa que el desequilibrio fiscal es una consecuencia de la crisis, no su causa.

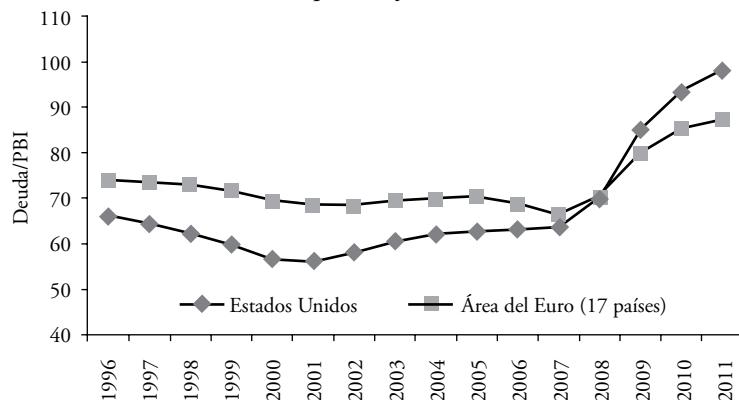
Tercero, la razón deuda/PIB de la eurozona (17 países) comenzó a disminuir desde 2005, dato que contradice la hipótesis del derroche fiscal como causa de la crisis. La Gráfica 3 compara la evolución de la deuda como porcentaje del PIB de Estados Unidos y el área del euro, las dos AMOs más importantes. Se observa que desde el estallido de la Gran Recesión (2007) la deuda norteamericana supera a la de la eurozona, y sin embargo el teatro de la crisis de deuda se ubica en Europa y no en Estados Unidos. La explicación de este fenómeno es muy compleja, aquí sólo mencionaremos dos aspectos. Primero, además del papel del dólar como moneda de reserva mundial, Estados Unidos es un AMO simétrica que dispone de mecanismos de seguros financieros, que permiten reciclar los excedentes financieros de las regiones superavitarias hacia las regiones deficitarias que experimentan choques adversos; estas transferencias fiscales intra-AMO impiden que una crisis regional de deuda se magnifique y explote, evita efectos de contagio y estabiliza el producto y el empleo de las regiones afectadas; el mecanismo de seguro comprende formas de endogeneizar el daño moral asociado a

**CUADRO 2**  
*Déficit del Gobierno como porcentaje del PIB  
 de algunos países de la eurozona*

	Alemania	Francia	Italia	España	Portugal	Grecia	Irlanda	Promedio países centrales	Promedio países periféricos
1999	-1.6	-1.8	-2.0	-1.2	-2.7	-3.1	2.7	Nd	nd
2000	1.1	-1.5	-0.8	-0.9	-2.9	-3.7	4.7	nd	nd
2001	-3.1	-1.6	-3.1	-0.5	-4.3	-4.5	0.9	-1.0	-2.3
2002	-3.8	-3.3	-3.1	-0.2	-2.9	-4.8	-0.4	-2.3	-2.3
2003	-4.2	-4.1	-3.6	-0.3	-3.0	-5.7	0.4	-2.8	-2.4
2004	-3.8	-3.6	-3.5	-0.1	-3.4	-7.6	1.4	-2.4	-2.7
2005	-3.3	-2.9	-4.4	1.3	-5.9	-5.5	1.7	-2.3	-2.6
2006	-1.6	-2.3	-3.4	2.4	-4.1	-5.7	2.9	-0.8	-1.7
2007	0.1	-2.7	-1.6	1.9	-3.1	-6.5	0.1	-0.6	-1.8
2008	0.1	-3.3	-2.7	-4.2	-3.5	-9.8	-7.3	-1.0	-5.5
2009	-3.0	-7.5	-5.4	-11.1	-10.1	-15.4	-14.3	-5.5	-11.3
2010	-3.3	-7.0	-4.6	-9.2	-9.1	-10.5	-32.4	-5.0	-13.2

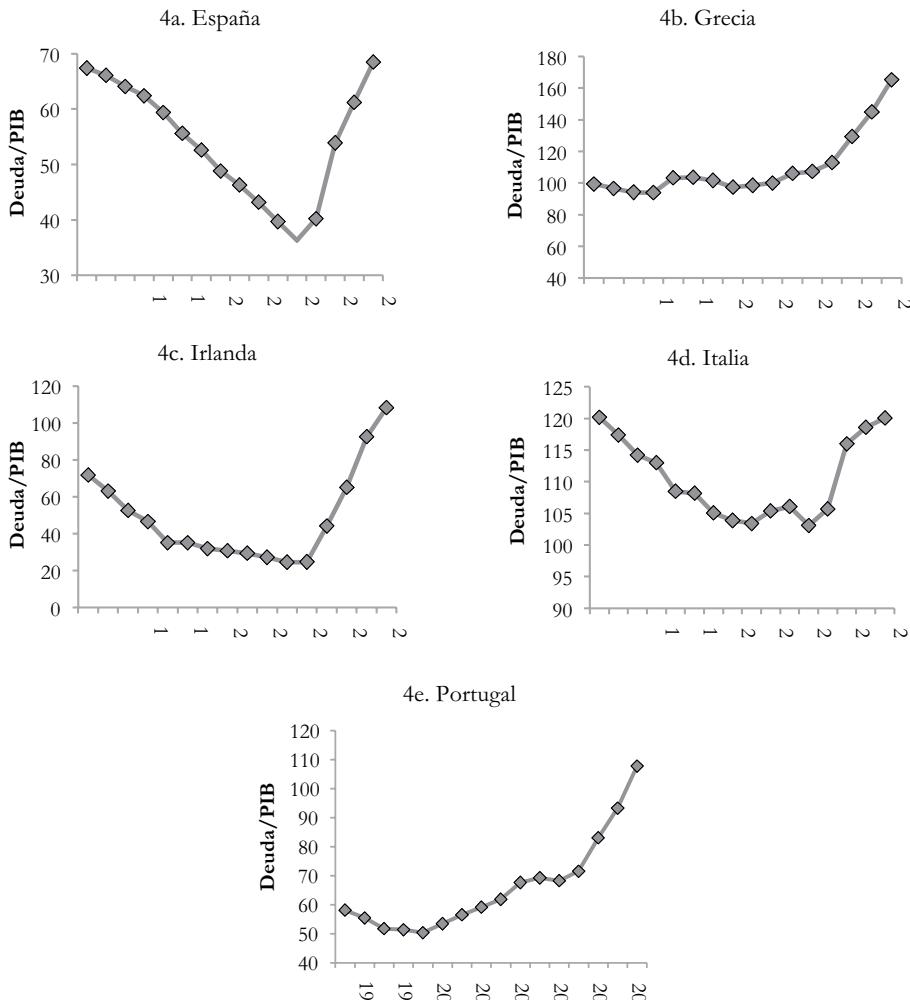
Fuente: Ameco; nd = no disponible.

**GRÁFICA 3**  
*Estados Unidos y Eurozona: Deuda bruta del gobierno central  
 como porcentaje del PIB*



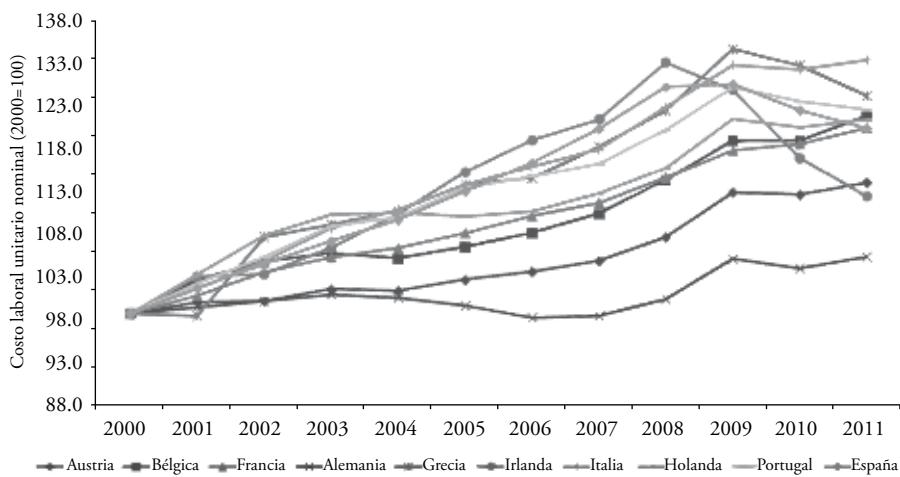
los incentivos negativos que puede inducir este mecanismo de seguro, la federación norteamericana internaliza las crisis de deuda regionales. La eurozona, por el contrario, carece de un mecanismo de reciclaje de recursos fiscales similar al que opera en Estados Unidos. Esto explica en parte porqué Grecia, con apenas el 2% del PIB de la UME, puede desestabilizar a la eurozona.

GRÁFICA 4



Cuarto, la acumulación de deuda de las economías periféricas del área del euro hunde sus raíces no en la indisciplina fiscal fundamentalmente, sino en la política de deflación salarial y mercantilista (*beggar thy neighbour*) de Alemania y otros países centrales de la eurozona. Los extraordinarios y crecientes desbalances en cuenta corriente de los países periféricos se explican en gran medida porque, dado que la moneda común anula la posibilidad de devaluar el tipo de cambio (devaluación externa), Alemania (y en menor medida Austria y Bélgica) perpetró una continua devaluación interna al abatir sus costos laborales unitarios (véase Gráfica 5). De esta manera, Alemania socavó la estabilidad de la eurozona y la convirtió en un AMO asimétrico: los desbalances en cuenta corriente y la deuda acumulada son la contraparte contable de las políticas de deflación salarial y *beggar thy neighbour* de Alemania. Estas políticas son causales importantes de la llamada “crisis de deuda soberana”.

GRÁFICA 5  
Eurozona: Costo laboral unitario nominal (2000=100)



#### ALGUNAS IMPLICACIONES DE POLÍTICA ECONÓMICA

Los defectos de diseño institucional del AMO del euro cancelaron tres instrumentos de política fundamentales para el manejo de la macroeconomía de una economía abierta: 1) la política monetaria, 2) el tipo de cambio, y 3) la política fiscal.

Estos errores son atribuibles al diseño institucional asimétrico que se adoptó con el Tratado de Maastricht y el SGP. Ambos impusieron criterios fiscales y monetarios rígidos a los países periféricos que, a la postre, causaron desequilibrios en balanza de pagos, acumulación de deuda y fragilidad financiera, al no disponer de instrumentos para corregir desbalances provocados por la moneda común, la estrategia mercantilista de Alemania, la liberalización y la desregulación financiera que desencadenó ataques especulativos contra los títulos de deuda de Grecia, Irlanda, España, Italia y Portugal, sin que la UME dispusiera de mecanismos idóneos para reciclar los excedentes de los países superavitarios y así enjugar los déficits de la periferia sin provocar la llamada crisis de deuda soberana.

Olivier Blanchard ha declarado que Grecia necesita dos cosas, una carga de deuda menor y mayor competitividad. Sin embargo, la respuesta convencional del *Treasury View* que se ha aplicado a los países en crisis sólo empeorará ambos indicadores. Como dice G. Soros, si se ha de mantener en pie el euro, Alemania debe comportarse como un “hegemón benévolos”, abandonar la política *beggar thy neighbour* y, sobre todo, la política de deflación salarial competitiva.

Las espectaculares tendencias divergentes que se observan al interior de la eurozona (en términos de costos laborales unitarios, desbalances en cuenta corriente, déficit fiscal, deuda/PIB, *spread* de tasas de interés, tasas de retorno del capital, etc.); y las burbujas financieras prueban que no existe coordinación de políticas al interior de la eurozona y que el BCE no opera como un verdadero banco central que regule los mercados financieros para evitar las crisis. Y esto es resultado de que se trata de una unión monetaria sin unión política, por ello la eurozona no dispone de mecanismos para resolver la actual crisis del euro. El primer paso que debe darse es la refundación de los principios institucionales de la eurozona a fin de resolver las asimetrías que han conducido a la situación actual, pues “la indisciplina fiscal” es la consecuencia; y la lacuna institucional del euro y el modelo de deflación salarial de Alemania son las causas próximas de la crisis.

## BIBLIOGRAFÍA

- Alesina, Alberto, Robert Barro y Silvana Tenreyro, “Optimal currency areas”, *Working Paper* 9072, National Bureau of Economic Research 1050, Massachusetts Avenue, Cambridge, MA 02138, julio 2002 [<http://www.nber.org/papers/w9072>].
- Bank for International Settlements, “Table 2A: External Positions of Banks in All Currencies Vis-à-Vis all Sectors”, 2011 [[http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qa1112\\_anx2apdf](http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qa1112_anx2apdf)].

- Barro, Robert y David Gordon, "Rules, discretion, and reputation in a positive model of monetary policy", *Journal of Monetary Economics*, 1983, pp. 101-121.
- Bellofiore, Riccardo, Francesco Garibaldo y Joseph Halevi, "The Global Crisis and the Crisis of European Neomercantilism", *Socialist Register*, vol. 47, 2011.
- European Central Bank, Monthly Bulletin: Tenth Anniversary of the ECB [<http://www.ecb.int>].
- European Commission, 2005-2010. Financial Services Policy White Paper; Bruselas, Bélgica, enero 12, 2005.
- Ernst & Young, Eurozone Forecast: Autumn Edition, septiembre 2011.
- Feldstein, Martin, "The euro and European economic conditions", NBER *Working Paper Series*, núm. 17617, NBER, Cambridge, MA., noviembre 2011 [<http://www.nber.org/papers/w17617>].
- Friedman, Milton, *Milton Friedman's Monetary Framework: A Debate with his Critics*, editado por Robert J. Gordon, The University of Chicago Press, Chicago, 1974.
- Hawtrey, Ralph. G., "Public Expenditure and the Demand for Labour", *Económica* 5, marzo 1925, pp. 38-48.
- Hicks, John. R., "Mr. Keynes and the Classics: A Suggested Interpretation", *Econometrics* 5, abril 1937, pp. 147-159. Reimpreso en J. R. Hicks, Money, "Interest and Wages: Collected Essays" on *Economic Theory*, vol. II, Cambridge MA, Harvard University Press, pp. 101-115
- Hudson, Michael, "A financial coup d'etat", CounterPunch, septiembre 2010, p. 1.
- Khan, Richard, "The Relation of Home Investment to Unemployment", *Economic Journal* 41, junio 1931, pp. 173-198.
- Kenen, Peter B., "The Theory of Optimum Currency Area: An Eclectic View", en *Monetary Problems of the International Economy*, en R. A. Mundell, y A. K. Swoboda, University of Chicago Press, Chicago, 1969, pp. 41-60.
- McKinnon, Ronald I., "Optimum Currency Areas", *The American Economic Review*, Vol. 53, No. 4, 1963, pp. 717-725.
- Mundell, Robert A., "A Theory of Optimum Currency Areas", *The American Economic Review*, Vol. 51, No. 4., 1961, pp. 657-665.
- Ozcan S., B Sorensen, y O. Yosha, "Risk Sharing and Industrial Specialization: Regional and International Evidence", Mimeo, 2002.
- Panico, Carlo y Francesco Purificato, "Policy coordination, conflicting national interests and the European debt crisis", *Cambridge Journal of Economics*, Special Issue, enero 2013, en prensa.
- Pérez, E. y M. Vernengo, "The Euro Imbalances and Financial Deregulation: A Post-Keynesian Interpretation of the European Debt Crisis", *Working Paper* No. 702, Levy Economics Institute of Bard College, enero 2012 [<http://www.levyinstitute.org>].
- Ricardo, D., 1817, "The Works and correspondence of David Ricardo", vol. VIII de *Obras y Correspondencia de David Ricardo*, ed. Piero Sraffa, con la colaboración de M. H. Dobb, Cambridge, Cambridge University Press, 1951.
- Rotterdam, Erasmo de (1511), *Stultitiae laus* (Morias Enkomion), Nabu Press, Charleston, 2012.

- Santos, João y Kostas Tsatsaronis, “The cost of barriers to entry: evidence from the market for corporate euro bond underwriting”, *Working Paper* No. 134, Basilea, BIS, septiembre 2003.
- Say, Jean Baptiste, *Traité d'Economie Politique* (primera edición 1803), Calmann-Levy, París, 1971.
- Soros, George, “The Crisis and the Euro”, *The New York Review of Books*, julio 12, 2010.
- Tower, E. y T. D. Willet, “The Theory of Optimum Currency Areas and Exchange Rate Flexibility”, *Special papers in International Economics*, No. 11, Princeton, Princeton University, 1976.
- White, Lawrence H., “How did we get into this financial mess?”, *CATO Institute Briefing Papers*, No. 110, noviembre 2008.
- Wyplosz, Charles, “Eurozone reform: Not yet fiscal discipline, but a good start,” Vox.eu, 2010 [<http://www.voxeu.org/index.php?q=node/5610>].
- Zweig, Stefan, *Erasmo de Rotterdam: Triunfo y tragedia de un humanista*, Barcelona, Paidós, 2005.