

GÉNESIS Y DESARROLLO DE LA CRISIS ESPAÑOLA

Víctor M. Cuevas Ahumada*

Este trabajo analiza los orígenes y la evolución reciente de la crisis española y formula recomendaciones de política macroeconómica y reforma estructural encaminadas a recuperar el crecimiento de la producción, sobre bases sostenibles y sólidas. Las causas fundamentales de la crisis residen no sólo en las fallas y omisiones de la estrategia económica del gobierno español, sino en las vulnerabilidades provocadas por el diseño institucional de la eurozona. El ingreso de España a la zona del euro dio lugar a un rezago en materia de competitividad internacional que se fue profundizando con el paso de los años. Para contrarrestar su deficiente desempeño exportador, España optó por reproducir el patrón estadounidense de sobreendeudamiento de hogares, unidades productivas e instituciones financieras, por un lado, y de auge en el sector inmobiliario, por el otro. El fracaso de este modelo de crecimiento sumió a España en una crisis sin precedentes, sobre todo, porque la arquitectura intrínseca de la eurozona representa ahora el principal obstáculo para hacerle frente.

Palabras clave: España, eurozona, crisis económica.

ABSTRACT

This paper analyses the origins and recent evolution of the Spanish economic crisis and formulates macroeconomic policy and structural reform recommendations in order to recover production growth on solid and sustainable bases. The underlying causes of the crisis relate not only to the flaws and omissions of the Spanish economic strategy, but also to the vulnerabilities generated by the Eurozone's institutional framework. Becoming a member of the Eurozone brought about an international competitiveness' gap that continued to widen over the years. To counteract its deficient export performance, Spain chose to replicate the U.S. pattern of over-indebtedness of households, businesses and financial institutions, on

* Agradezco los pertinentes comentarios y observaciones de tres dictaminadores anónimos, los cuales contribuyeron a mejorar sustancialmente la calidad del presente artículo. Los posibles errores u omisiones que todavía persistan son responsabilidad exclusiva del autor.

the one hand, and flourishing real state sector, on the other. The failure of such an economic growth model sank Spain into an unprecedented crisis, mainly because the Eurozone's intrinsic architecture has now become the main obstacle to confront it.

Key words: Spain, eurozone, economic crisis.

INTRODUCCIÓN

El objetivo de este trabajo radica en analizar los orígenes y la evolución reciente de la crisis económica española y en formular recomendaciones de política macroeconómica y reforma estructural orientadas a recuperar el crecimiento de la producción sobre bases sostenibles y sólidas. En el origen de esta crisis se encuentran fallas y omisiones en la estrategia económica del gobierno español, vulnerabilidades generadas por el diseño institucional de la zona del euro, y rigideces en el funcionamiento de distintos mercados. Esta concurrencia de factores condujo a un problema de escasa competitividad internacional, excesivo endeudamiento de los sectores público y privado y, en última instancia, estancamiento productivo y desempleo crónico. Al igual que otras naciones, España ingresó a la eurozona con un tipo de cambio sobrevaluado para lograr la convergencia macroeconómica con Alemania y Francia. El uso del tipo de cambio como ancla nominal de los precios, aun cuando permitió cumplir con los criterios incorporados en el Tratado de Maastricht,¹ particularmente en materia de tasas de inflación y tasas de interés a largo plazo, significó una importante pérdida de competitividad internacional en la etapa de arranque de la integración monetaria.

En aras de contrarrestar el rezago competitivo y el deficiente desempeño exportador, el gobierno español cayó en la trampa de replicar el patrón estadounidense de endeudamiento desmesurado de hogares, empresas e instituciones financieras, por una parte, y de auge en el sector de la construcción, por la otra. Esta estrategia de crecimiento se vio enormemente facilitada por la libre movilidad de capital dentro del mercado único europeo, la sobreabundancia de financiamiento externo de bajo costo, y la ausencia de un sistema adecuado de regulación y supervisión de los bancos. Sin embargo, la expansión resultante del consumo, la inversión inmobiliaria y la demanda agregada abrió paso a un fenómeno de

¹ El Tratado de Maastricht se suscribió el 7 de febrero de 1992 con la finalidad de crear la Unión Europea, anunciar la futura introducción de la moneda única, y establecer los criterios de convergencia macroeconómica que habría que satisfacer para formar parte del proyecto de unión monetaria.

inflación de precios y de salarios en la economía española. De esta manera, la política monetaria uniforme del Banco Central Europeo (BCE), pese a estar orientada al mantenimiento del poder de compra del euro, no sirvió para evitar que en España se diera una dinámica atípica de precios y de salarios.

Puesto que los salarios en España crecieron con mayor celeridad que la productividad del factor trabajo, los costos laborales unitarios registraron un incremento persistente en un contexto en el que ya no era posible ajustar el tipo de cambio. Esto explica, en lo fundamental, el hecho de que el rezago inicial en el rubro de la competitividad internacional se fuera ampliando progresivamente. El deterioro competitivo dio lugar a un déficit estructural en la cuenta corriente de la balanza de pagos española, el cual pudo financiarse durante años y sin mayores sobresaltos debido a la integración financiera de la Unión Europea y a la sobreoferta de crédito externo de bajo costo. A la reducción del costo del crédito externo durante las primeras etapas de la eurozona contribuyeron: 1) la desaparición del riesgo cambiario para los residentes españoles que contrataran deuda con bancos alemanes o franceses, 2) la desaparición del costo de transacción cambiaria, puesto que ya no sería necesario realizar operaciones de cambio de moneda para solventar las obligaciones con dichos bancos, y 3) la reducción del riesgo país como producto del blindaje financiero que proveía el euro. De este modo, la arquitectura de eurozona propició la contratación de deuda sin sopesar debidamente los riesgos crediticios ni la capacidad de pago futura de naciones deudoras como España. Asimismo, una vez agotada la estrategia de crecimiento del gobierno español, las reglas de operación de la zona de moneda única se han erigido en una camisa de fuerza para resolver los problemas de endeudamiento y de rezago competitivo. Esto en virtud de que no es posible emitir medios de pago para desvalorizar los pasivos de los sectores público y privado, ni recortar las tasas de interés para disminuir el pago de intereses, ni ajustar el tipo de cambio para dinamizar las exportaciones. A esto se suma la rigidez prevaleciente en el mercado de trabajo y en el mercado de bienes, pues ésta dificulta extraordinariamente la corrección de los diferenciales de competitividad internacional por la vía de una reducción de precios y de salarios.

Este trabajo se encuentra organizado en tres secciones. La primera describe brevemente las características básicas de la arquitectura de la eurozona. La segunda demuestra que, desde un principio, había marcadas inconsistencias entre el diseño institucional de la eurozona y las características de la economía de España y de otras naciones involucradas. La tercera analiza las causas de la crisis a la luz no sólo de las inconsistencias referidas, sino de las fallas en la estrategia de desarrollo del gobierno español. Finalmente, en la parte de conclusiones, se formulan

algunas recomendaciones para superar la crisis y retomar la senda del crecimiento económico sobre bases sostenibles y congruentes.

ELEMENTOS BÁSICOS DE UNA ZONA MONETARIA COMÚN

La zona del euro constituye lo que en la teoría se conoce bajo el nombre de Zona Monetaria Común (ZMC). En líneas generales, un conjunto de naciones pueden constituir una ZMC a partir de la instauración de un banco central regional (o supranacional) con atribuciones específicas para: 1) emitir y administrar una nueva moneda que sustituya a las viejas monedas nacionales, y 2) formular y llevar adelante (con el apoyo de la red de bancos centrales nacionales) una política monetaria homogénea para todos los países suscriptores. Evidentemente, una ZMC conduce en automático a un solo tipo de cambio y, por ende, a una política cambiaria unificada. En la actualidad, la ZMC europea está conformada por 17 de las 27 naciones de la Unión Europea (UE). En este contexto, el ingreso a la ZMC entraña la renuncia de cada una de estas naciones a su autonomía en el terreno monetario y cambiario. El 1º de enero de 1999 el euro comenzó a existir de manera intangible² y el Banco Central Europeo (BCE) tomó las riendas de la política monetaria de la región. Esto significa, en esencia, que a partir de esa fecha todas las economías participantes tuvieron que regirse por el mismo objetivo de inflación, así como por los mismos criterios, procedimientos, instrumentos y medidas para alcanzarlo. Cabe destacar, en particular, que las decisiones sobre el coeficiente de reservas obligatorias (o mínimas) y sobre las operaciones de mercado abierto se toman de manera centralizada.³ De allí que las tasas de interés de referencia (es decir, aquellas que establece el BCE y que sirven de pauta para fijar el resto de las tasas de interés, tanto bancarias como bursátiles), sean uniformes en toda la eurozona.

² Entre enero de 1999 y diciembre de 2001, el euro fungió únicamente como unidad de cuenta y medio de pago en transacciones bancarias. La existencia física del euro no comenzó sino hasta enero de 2002, cuando éste fue inyectado a la circulación y dio inicio el proceso de sustitución de las antiguas monedas nacionales. Dado que dicho proceso duró solamente dos meses, procede afirmar que a partir de marzo de 2002 el euro es la moneda de curso legal exclusivo en el territorio de la eurozona.

³ La política monetaria de la eurozona es competencia del Consejo de Gobierno del BCE, mientras que su instrumentación corre a cargo tanto del Comité Ejecutivo del BCE como de la red de bancos centrales nacionales.

Otro aspecto que debe resaltarse es que, a partir de la instauración del euro, la formulación de la política cambiaria pasó a ser competencia del Consejo de Ministros de Finanzas de la zona del euro. Aun cuando este consejo es el encargado de administrar las reservas internacionales y de resolver sobre las intervenciones en los mercados cambiarios, tiene la obligación de consultar al BCE. Esto se debe a que: 1) el BCE posee una mayor capacidad técnica para monitorear y evaluar los acontecimientos en los mercados de moneda extranjera, 2) el BCE, apoyado en la red de bancos centrales nacionales, tiene la infraestructura para llevar la adelante las operaciones de quema y acumulación de reservas internacionales, y 3) la eficacia de la política cambiaria requiere de una coordinación fina con las autoridades monetarias, pues éstas pueden emprender una amplia gama de acciones orientadas a fortalecer o a debilitar (según sea el caso) el tipo de cambio.

De estos planteamientos se desprende que, tanto España como el resto de los países de la eurozona, han perdido por completo su capacidad para modificar autónomamente la cantidad de dinero en circulación y las tasas de interés. En segundo lugar, con la desaparición de las monedas nacionales y de los tipos de cambio interiores, han quedado asimismo impedidos para alterar, unilateral y rápidamente, la relación de precios frente a algún otro socio comercial dentro de la zona de moneda única. Finalmente, dado que la política de tipo de cambio es ahora una competencia comunitaria, ningún país puede ejercer una influencia determinante sobre el manejo del tipo de cambio del euro frente a otras monedas internacionales, como el dólar estadounidense o la libra esterlina.

Además de prescindir de tres instrumentos cardinales de la política económica (la oferta de medios de pago, las tasas de interés y la paridad cambiaria), tanto España como el resto de los países de la eurozona han asistido a una reducción en sus márgenes de maniobra fiscal a partir de la entrada en vigor del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PCE), pues este tratado internacional impone límites de 3 y 60% del Producto Interno Bruto (PIB), respectivamente, al déficit y a la deuda de los gobiernos. En marzo de 2012, 25 (de los 27) estados miembros de la UE firmaron el Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza (TECG) en la Unión Europea,⁴ el cual previsiblemente entrara en vigor el 1º de enero de 2013. Este nuevo tratado establece que, en el mediano plazo, el déficit fiscal estructural de un país no debe rebasar 0.5% del PIB. En el caso de países cuya deuda pública sea superior a 60%, el déficit presupuestal permisible aumenta a 1% del PIB, pero con la obligatoriedad de colocar su deuda por debajo de los 60 puntos del PIB en un plazo no mayor a 20 años.

⁴ Las dos excepciones fueron Reino Unido y la República Checa.

EL PROBLEMA DE FONDO DE LA ZONA EURO

Tanto la teoría como la experiencia reciente sugieren que, para que un proyecto de integración monetaria sea exitoso en el largo plazo, es necesario que los países participantes conformen lo que se conoce como Zona Monetaria Óptima (ZMO). Cuando este supuesto se cumple, las naciones efectivamente logran maximizar su eficiencia mediante la utilización de una sola moneda y de una política común en la esfera monetaria y cambiaria. De acuerdo con el trabajo clásico de Mundell, una ZMO debe satisfacer los siguientes requisitos:⁵

- 1) Libre movimiento de mercancías, servicios, dinero y capital entre los países, el cual se logra mediante procesos de liberalización comercial y de desregulación financiera a ultranza. Las economías deben ser abiertas dado que la actividad económica se transmite a través de la cuenta corriente y de la cuenta de capital de la balanza de pagos.
- 2) Los ciclos económicos de las naciones deben estar sincronizados, pues de otro modo la política monetaria uniforme no podrá responder simultáneamente a los intereses de todas las naciones miembros y, por ende, carecerá de viabilidad. Vale mencionar, que el grado de sincronización (o de correlación) de los ciclos económicos guarda una relación directa con el punto anterior; es decir, con la fortaleza de los lazos comerciales y con el grado de integración financiera.⁶
- 3) Libre movilidad de la mano de obra, la cual exige del desmantelamiento tanto de los obstáculos legales (como el requerimiento de visa con permiso para trabajar), como de las barreras de carácter institucional (como la no portabilidad de los derechos de pensión complementaria que prevalece en Europa) y hasta cultural (como las diferencias del idioma). El libre desplazamiento geográfico del factor

⁵ Véase el trabajo de R. Mundell, “A Theory of Optimum Currency Areas”, *American Economic Review*, vol. 51, No. 4, 1961, pp. 657-665.

⁶ Con respecto vínculo directo que existe entre el comercio bilateral y el grado de sincronización de los ciclos económicos, consultese el trabajo de J. Imbs, “Trade, finance, specialization and synchronization,” *Review of Economics and Statistics*, vol. 86, No. 3, 2004, pp. 723–34; así como el trabajo de A. Burstein, C., Kurz y L. Tesar, “Trade, production sharing, and the international transmission of business cycles”, *Journal of Monetary Economics*, vol. 55, No. 4, 2008, pp. 775-795. En lo tocante a los efectos de la integración financiera en la sincronización de ciclos económicos, procede revisar la investigación de M. Artis, J. Fidrmuc, y J. Scharler, “The transmission of business cycles. Implications for EMU enlargement”, *Economics of Transition*, vol. 16, No. 3, 2008, pp. 559-582.

trabajo es indispensable para atemperar las tensiones de una política monetaria unificada cuando sobreviene un choque asimétrico por el lado de la oferta o de la demanda, pues éste -por definición- afecta con diferente intensidad (y a veces hasta con diferente signo) a las naciones de la ZMC, ocasionando así divergencias en los niveles de producción y empleo. En coyunturas como ésta, la libre movilidad laboral posibilita que los trabajadores desempleados en las economías quebrantadas logren colocarse en las economías más prósperas.⁷

- 4) Flexibilidad en los mercados de trabajo y de bienes, habida cuenta de que ésta permite que los precios y los salarios nominales desciendan frente a una contracción de la demanda agregada, asociada con un deterioro de la competitividad internacional y con un retroceso de las exportaciones. La baja de precios y salarios nominales es útil para resarcir la competitividad internacional y corregir los desequilibrios comerciales sin necesidad de atravesar por el penoso proceso deflacionario. En contraste, si los precios y los salarios son inflexibles a la baja, entonces el déficit en la balanza de mercancías impactará directamente los niveles de actividad económica y el empleo.⁸ Esto en virtud de que, bajo una unión monetaria, las naciones involucradas no pueden ajustar unilateralmente el tipo de cambio ni recortar las tasas de interés.
- 5) Idealmente, debe existir también un sistema automático de transferencias fiscales de las naciones ricas hacia las pobres en tiempos de crisis, similar al que opera entre el gobierno federal de un país y los gobiernos estatales.⁹ De este modo, se

⁷ Sobre el papel de la libre movilidad de la mano de obra, es recomendable revisar el trabajo de K. Zimmermann, “Labor mobility and the integration of European labor markets”, *DIW Berlin Discussion Paper*, No. 862, Berlín, 2009; así como el trabajo de R. Fenge y J. Weizsäcker, “Public pensions and intra-eu mobility: an unfinished agenda”, *Bruegel Working Paper*, No. 2008/02, Bruselas, 2008.

⁸ En lo concerniente al tema de las rigideces de precios y salarios en Europa, se recomienda leer el trabajo de M. Knell, “Nominal and Real Wage Rigidities: In Theory and in Europe”, European Central Bank, *Working Paper* No. 1180, Fráncfort del Meno, 2010, pp. 1-52; así como el trabajo de P. Biroli, G. Mourre y A. Turrini, “Adjustment in the Euro Area and Regulation of Product and Labour Markets: An Empirical Assessment,” Centre for Economic Policy Research, *Discussion Paper* 8010, Londres, 2010. Por otra parte, en torno al tema de los desequilibrios comerciales en la eurozona, procede consultar el trabajo de H. Zemanek, A. Belke y G. Schnabl, “Current Account Balances and Structural Adjustment in the Euro Area,” *International Economics and Economic Policy*, No. 7, 2010, pp. 83-127; así como el trabajo de H. Berger y V. Nitsch, “The Euro’s effect on trade imbalances,” IMF *Working Paper* 10/226, Washington, D.C., 2010.

⁹ M., Bordo, “The euro needs a fiscal union: some lessons from history”, *Economic Policies for the 21st Century*, 12 de octubre de 2010 [http://web.xrh.unipi.gr/attachments/1551_SOMC_Oct_Bordo.pdf].

dispondrá de un mecanismo de diversificación de riesgos, puesto que al suscitarse un evento económico adverso las economías con mayor grado de exposición podrán disponer de recursos adicionales para salir a flote.

La apertura económica en sentido amplio es un objetivo que se ha venido alcanzando en la UE y por ende en la eurozona, aunque persisten algunas restricciones en lo referente a la movilidad de los trabajadores. En 1993 se completó el paquete de reformas legales y administrativas para conformar el mercado interior europeo. En la actualidad los bienes y servicios, los turistas y los flujos de capital circulan sin restricciones dentro la UE. Sin embargo, subsisten algunas barreras a la libre movilidad de los trabajadores como: la falta de transparencia, la no transferibilidad de los derechos de pensión complementaria,¹⁰ la heterogeneidad de leyes sobre la transferencia de los derechos laborales adquiridos de un país a otro, y la enorme diversidad de idiomas en la región. De allí que, pese a los enormes avances en este ámbito,¹¹ la movilidad laboral en la eurozona es todavía muy relativa. Esto provoca la persistencia del desempleo en las naciones azotadas por la crisis, mientras que en el conjunto de la eurozona ocasiona una inefficiente asignación y distribución de conocimientos, habilidades y destrezas.

El segundo problema es que los precios y los salarios nominales en la zona del euro son relativamente inflexibles a la baja, por lo que un descenso en la competitividad internacional y en las exportaciones de un país tiene efectos negativos de larga duración sobre el producto global y la tasa de desempleo abierto. En esta línea, procede mencionar que los diferenciales de competitividad entre los países provocan asincronismo en sus ciclos económicos y, por ende, necesidades discrepantes de política monetaria y cambiaria.¹²

En tercer lugar, la eurozona no cuenta con un sistema automático de transferencias fiscales. Los rescates financieros de Grecia, Irlanda y Portugal fueron en principio tratados como casos de excepción y entrañaron enormes costos políticos.¹³ Más

¹⁰ La pensión complementaria se define como la remuneración adicional que se otorga a los pensionados en un país determinado. Las pensiones complementarias varían de una nación a otra de la UE, puesto que no están sujetas a una legislación de carácter comunitario.

¹¹ Al interior de la UE no sólo se ha eliminado el requisito de visa con permiso para trabajar sino que se reconocen los grados académicos y las certificaciones profesionales y técnicas conferidas en cualquier otro país de la región.

¹² U. Böwer y C. Guillemineau, “Determinants of business cycle synchronization across Euro Area Countries”, European Central Bank, *Working Paper* No. 587, Fráncfort del Meno, 2006.

¹³ De hecho, los rescates se llevaron a cabo en contravención con una cláusula del Tratado de Maastricht que prohibía expresamente a la UE y al BCE la organización de rescates financieros

aún, cualquier intento de instauración de un régimen explícito de transferencias de recursos públicos en favor de las naciones relativamente pobres de la eurozona sería muy difícil de vender entre los electores y contribuyentes fiscales de las naciones relativamente prósperas. En adición a ésto, el presupuesto de la UE es demasiado pequeño en relación con el PIB global de la región, está dedicado al pago de gastos de operación de su parlamento y sus ramas ejecutiva y judicial, y no podría servir para realizar transferencias masivas a naciones en crisis de pago.

En síntesis, la eurozona no constituye una ZMO debido a la diversidad de los sistemas públicos de pensiones, las rigideces en los mercados de bienes y de trabajo, y la dispersión de sistemas fiscales. En adición a esto, algunas naciones de la eurozona (como España, Grecia y Portugal) adolecen de plataformas productivas obsoletas y lentas tasas de crecimiento de la productividad. En la siguiente sección se verá que el ingreso a la eurozona en estas circunstancias, en combinación con una estrategia de crecimiento inviable por parte del gobierno español, ha conducido a la crisis de sobreendeudamiento y exigua competitividad internacional por la que atraviesa actualmente España.

LAS CAUSAS DE LA CRISIS ESPAÑOLA

La unión monetaria europea ha traído sin lugar a dudas múltiples ventajas para España y para el resto de las naciones implicadas, como la desaparición del riesgo cambiario y de los costos de transacción cambiarios en las operaciones comerciales y financieras dentro de la ZMC, y la mayor transparencia de los mercados reales, laborales y financieros. Esto, a su vez, ha servido para estimular el comercio y los flujos de inversión extranjera directa y de cartera en la región.¹⁴ Asimismo, las naciones de la periferia europea se han visto beneficiadas por una mayor estabilidad en los precios, las tasas de interés y el tipo de cambio. La mayor estabilidad macroeconómica y el blindaje de una moneda fuerte han impedido que los problemas estructurales de fondo en países como España, Portugal y Grecia se manifiesten con toda su crudeza

de naciones sobreendeudadas. Sin embargo, cuando la gravedad de la crisis de deuda de algunas naciones puso en entredicho la viabilidad de la moneda única, las autoridades de la UE aprobaron la creación del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera y del Mecanismo Europeo de Estabilidad Financiera, cuyo propósito radica en blindar a otras naciones de la eurozona frente a una eventual crisis de endeudamiento.

¹⁴ P. Krugman, “Can Europe be Saved?”, *New York Times*, pp. 1-14, 12 de enero, 2011 [http://relooney.info/0_New_10048.pdf].

en el mercado cambiario, pero ciertamente no los han corregido. Las depreciaciones cambiarias y las tasas de inflación comparativamente elevadas en estas naciones han sido remplazadas por un prolongado proceso deflacionario que devasta al sector industrial y a la base de empleos estables y bien remunerados.

EL CRECIENTE DESFASE COMPETITIVO DE ESPAÑA

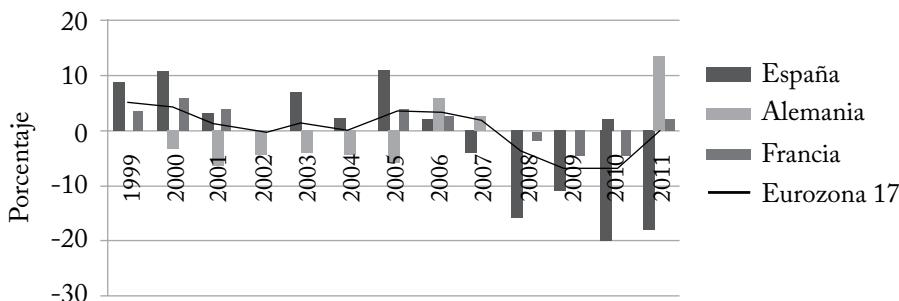
Antes de la Era del Euro, concretamente en la década de los ochenta y noventa, las tasas de inflación en países de la periferia europea como España, Italia, Grecia y Portugal fueron no sólo más elevadas sino, también, más volátiles. En los albores de la década de los noventa, conforme estos y otros países comenzaron a hacer preparativos para la unión monetaria, las tasas de crecimiento de los precios comenzaron a bajar de manera sistemática. Precisamente, uno de los varios criterios establecidos en el Tratado de Maastricht era que, para ingresar a la eurozona, la tasa de inflación de los países miembros no podía rebasar en más de 1.5 puntos porcentuales el promedio inflacionario de los países con mayor estabilidad de precios.

Con la fundación del BCE en 1999, se dio un paso más en el camino de la estabilización macroeconómica de la zona. Los países que más ganaron en términos de reducción de la inflación y de aumento en la credibilidad de la autoridad monetaria fueron, paradójicamente, los que más perdieron en materia de competitividad internacional. Esto obedece a que, en aras de cumplir con los criterios de convergencia inflacionaria, tanto España como otras naciones periféricas utilizaron el tipo de cambio como ancla nominal de los precios. De allí que, cuando los tipos de cambio entre las naciones de la ZMC quedaron establecidos de manera irrevocable el 1º de enero de 1999, la peseta española y otras monedas periféricas se encontraban marcadamente sobrevaluadas frente a monedas como el marco alemán y el franco francés. Posteriormente, la sustitución de las viejas monedas nacionales por el euro y la desaparición de los tipos de cambio interiores,¹⁵ dejó a España con una relación de precios desfavorable frente a sus principales socios comerciales y sin posibilidad alguna de devaluar.

Para impulsar el crecimiento económico, la generación de empleos y la mejora en los niveles de bienestar de la población en un entorno altamente desfavorable para las industrias exportadoras, el gobierno español optó por aprovechar la integración financiera de la UE y la abundancia de financiamiento externo de bajo costo para reproducir el esquema estadounidense de expansión de los préstamos hipotecarios, relajamiento en los términos y condiciones de crédito, abultamiento en la demanda de propiedades residenciales, comerciales y de otro tipo, y auge en

el sector de la construcción.¹⁵ Además de las enormes facilidades de crédito, se otorgaron importantes estímulos fiscales para la adquisición de vivienda.

GRÁFICA 1
Tasa de crecimiento de la industria de la construcción en España y otros países (1999-2011)



Fuente: elaboración y estimaciones propias con base en datos de la Comisión Europea/Europa.

Como se desprende de la Gráfica 1, durante el periodo 1999-2006, el PIB real de la industria de la construcción creció a una tasa promedio anual de 5.7, -2.9 y 2.4% en España, Alemania y Francia, respectivamente. En el conjunto de la eurozona 17 el crecimiento promedio anual de esta variable ascendió a sólo 2.14% en el periodo de referencia. De esta manera, durante la etapa del *boom* inmobiliario español, el sector de la construcción creció 2.66 veces más en España que en el promedio de la eurozona. La Gráfica 2 da cuenta del comportamiento del PIB y la tasa de desempleo abierto en España durante el periodo 1999-2011. En el subperiodo 1999-2006 (es decir, en el periodo de expansión de la industria de la construcción),

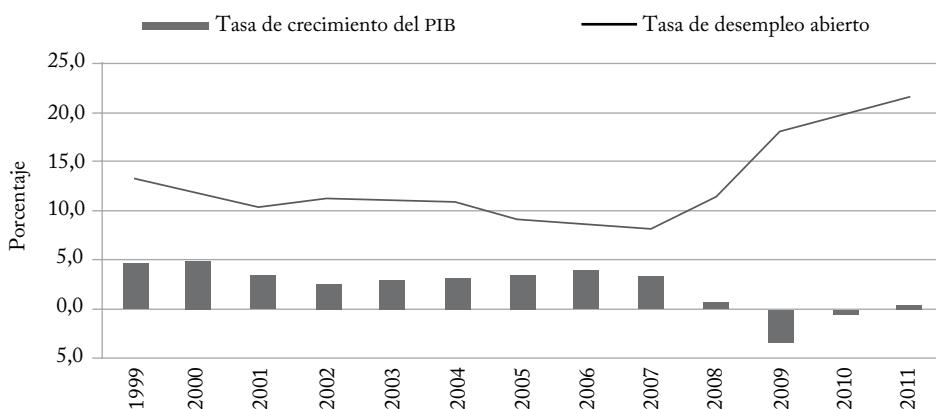
¹⁵ Como podrá recordarse, el proceso de sustitución de moneda inició el 1º de enero de 2002 y culminó el 28 de febrero de ese año.

¹⁶ Véase el trabajo de F. Jaumotte y P. Sodswiboon, “Current Account Imbalances in the Southern Euro Area,” *International Monetary Fund Working Paper 10/139*, Washington, D.C., 2010. Asimismo, procede consultar el documento de la European Commission, “Surveillance of Intra-Euro-Area Competitiveness and Imbalances”, Directorate General for Economic and Financial Affairs, European Economy, No. 1, Bruselas, 2010.

la tasa de crecimiento promedio anual del PIB real fue de 3.8%, mientras que la tasa de desempleo abierto promedio anual ascendió a 10.9%. En el subperiodo 2007-2011, que corresponde a la crisis de la industria de la construcción española, el crecimiento del PIB real y la tasa de desempleo abierto reportaron sendos promedios anuales de 0.2 y 15.9%. Vale hacer notar, asimismo, que en 2009 y 2010 el PIB se contrajo, mientras que en 2010 y 2011 el desempleo abierto rompió la barrera psicológica de 20%.

GRÁFICA 2

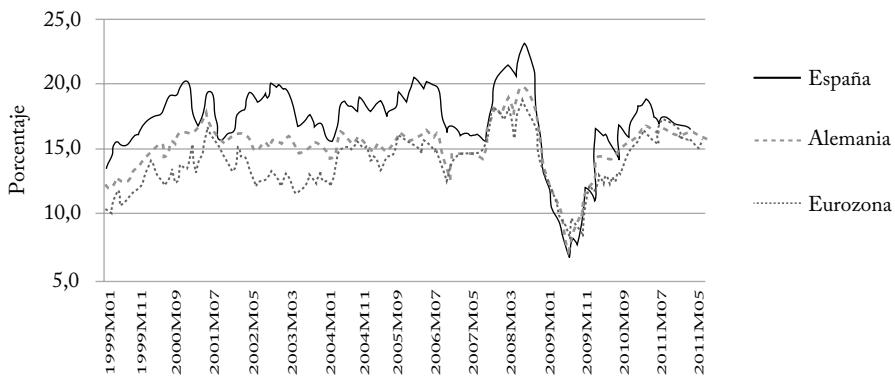
Tasa de crecimiento del PIB real y tasa de desempleo abierto en España (1999-2011)



Fuente: elaboración propia con base en datos de la Comisión Europea.

El auge de la economía española, fuertemente centrado en los negocios inmobiliarios, dio lugar a un fenómeno de inflación de precios y de salarios. En la Gráfica 3 puede apreciarse que la tasa de crecimiento anualizada de los precios durante el periodo 1999-2006 fue mayor en España que en Alemania y que el promedio de la eurozona 17. Esto significa que, pese a la política monetaria uniforme, durante esos años España tuvo una inflación superior a la de sus principales socios comerciales, lo que sin lugar a dudas contribuyó a erosionar la competitividad internacional de ese país. Asimismo, es importante señalar que hasta 2007 los precios de las viviendas aumentaron en mucha mayor medida que los precios al consumidor y las remuneraciones de los trabajadores. De allí que se hablara de una burbuja inmobiliaria en España.

GRÁFICA 3
Tasa de inflación anualizada en España, Alemania y eurozona 17 (1999-2012)



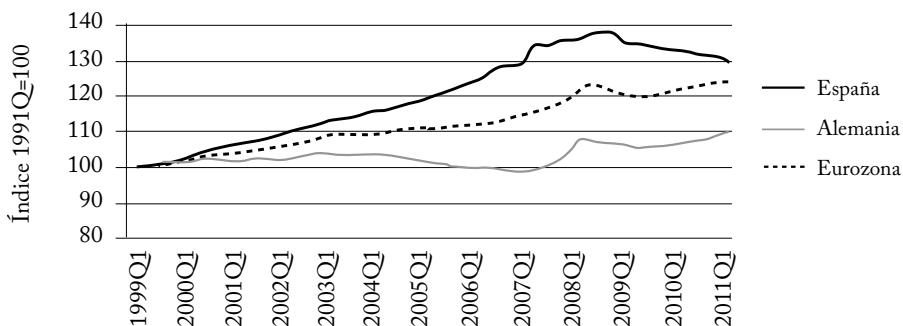
Nota: Las tasas de inflación se calculan a partir del Índice Armonizado de Precios al Consumidor.

Fuente: elaboración propia con base en datos de la Comisión Europea.

La inflación salarial en España no se vio reflejada en un incremento proporcional de la productividad de los trabajadores, por lo que los costos laborales unitarios crecieron en forma sostenida. Como es bien sabido, los costos laborales unitarios ($CLU = \frac{w}{v}$) son iguales a los salarios (w) entre la productividad laboral (v). Simbólicamente, CLU, por lo que esta variable mide el costo del factor trabajo por unidad de producto. Cuando los salarios crecen con mayor rapidez que la productividad laboral, los CLU necesariamente suben. Esto, bajo el supuesto de *ceteris paribus*, conduce a un deterioro de la competitividad internacional. Como ya se dijo, España ingresó a la eurozona con un tipo de cambio sobrevaluado, lo cual pudo haberse compensado a través de una política sectorial activa de capacitación, adiestramiento y aliento a la productividad de los trabajadores. De haber crecido la productividad del factor trabajo en mayor medida que los salarios, los CLU en España habrían bajado y la competitividad internacional se habría fortalecido. Sin embargo, la Gráfica 4 reporta que, durante el periodo comprendido entre el primer trimestre de 1999 y el segundo trimestre de 2009, los CLU crecieron considerablemente más en España que en Alemania y en el conjunto de las naciones de la eurozona. Esto presumiblemente influyó para acrecentar el desfase competitivo de la economía española, toda vez que el índice de CLU que se

presenta en la Gráfica 4 incluye a todas las actividades económicas del mercado, con excepción de ciertas actividades primarias y terciarias.¹⁷

GRÁFICA 4
Costos laborales unitarios en España y otros países (1999-2012)



Nota: datos ajustados estacionalmente.

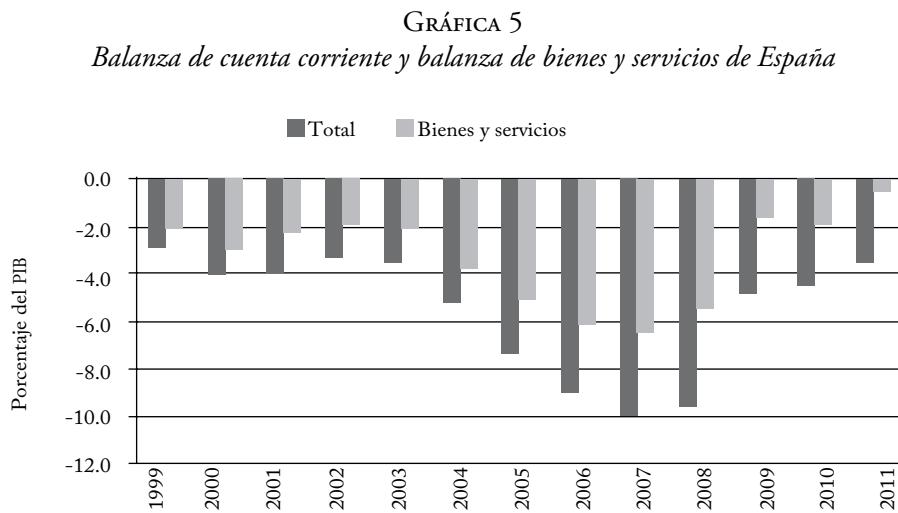
Fuente: elaboración propia con base en datos de la Comisión Europea.

La sobrevaluación cambiaria con que ingresó España a la eurozona, aunada al incremento generalizado y persistente de los precios domésticos y a la tendencia alcista de los CLU, es en buena medida responsable de la evolución del saldo de la cuenta corriente de ese país. La Gráfica 5 describe el comportamiento de la balanza de cuenta corriente y de la balanza de bienes y servicios de España como porcentaje del PIB durante el periodo 1999-2011.

Dado que los valores negativos indican un saldo deficitario, de la gráfica referida se infiere que el déficit en ambas balanzas exhibió una tendencia creciente durante el período 1999-2007. En el periodo 2008-2011 esta tendencia se revierte en virtud de que, como se aprecia en las gráficas 2 y 3, España ingresó en un proceso deflacionario; es decir, en un proceso en el que tanto la producción como los precios a final de cuentas tuvieron que bajar debido a la contracción de la demanda agregada. El fuerte decaimiento de la demanda agregada, sumado a la contracción

¹⁷ Las actividades primarias excluidas son la agricultura, la silvicultura y la pesca, mientras que actividades terciarias excluidas son la educación, la salud y los servicios personales y comunitarios.

de la actividad económica y al efecto competitivo de la caída en el nivel de precios domésticos, influyó para que las importaciones bajaran y el déficit en la balanza de cuenta corriente (y en la balanza de bienes y servicios) disminuyera.



Nota: los números negativos indican un déficit.

Fuente: elaboración propia con base en datos de Eurostat.

EL ENDEUDAMIENTO DE LOS SECTORES PÚBLICO Y PRIVADO

Al igual que Grecia, Portugal y otras naciones de la eurozona, España aprovechó el entorno internacional de sobreoferta de fondos prestables y subestimación de riesgos para contratar deuda externa. La contratación de créditos foráneos sirvió tanto para financiar el creciente déficit en cuenta corriente, como para viabilizar una estrategia de crecimiento volcada hacia el mercado interno y con un fuerte énfasis en la industria de la construcción y en la red de negocios alrededor de ésta. Dicho de otro modo, España utilizó las fuertes entradas de capital foráneo para emular el patrón estadounidense de aumento en la oferta de préstamos hipotecarios, relajamiento los estándares crediticios y expansión en la demanda de propiedades residenciales y de otro tipo. De este modo, los hogares comenzaron a endeudarse para adquirir viviendas u otros bienes de uso durable, mientras que las empresas de la construcción lo hicieron para poder sacar adelante complejos desarrollos inmobiliarios.

Las instituciones bancarias españolas contrajeron asimismo deudas monumentales para extender créditos hipotecarios o de otra índole. Las condiciones de los bancos para enfrentar sus pasivos, sin embargo, eran marcadamente asimétricas. Los bancos de gran envergadura como BBVA y Santander, por ejemplo, quedaron hasta cierto punto blindados gracias a la elevada rentabilidad de sus filiales en el resto del mundo. En contraposición, los bancos pequeños y las cajas de ahorro presentaban coeficientes de adecuación de capital y niveles de liquidez más precarios, lo que reducía su capacidad para absorber choques a sus hojas de balance. De allí que, cuando las tasas internacionales de interés repuntaron y el mercado doméstico se contrajo, el margen de maniobra de estos bancos para enfrentar problemas de cartera vencida, pagar y refinanciar pasivos, fue considerablemente más estrecho. En esta tesitura, el crecimiento de la industria de la construcción española y el déficit en cuenta corriente que lo acompañó tuvieron como correlato un acelerado proceso de endeudamiento de los hogares, las empresas y los intermediarios financieros. El Cuadro 1 muestra cómo evolucionaron la deuda privada, la deuda pública y el balance fiscal de España durante el periodo 1999-2011. La deuda del sector privado se incrementó de manera sostenida, puesto que transitó de 97.2 puntos porcentuales del PIB en 1999 a 226.9 puntos porcentuales en 2009. En 2010 y 2011, como se aprecia en el mismo cuadro, finalmente logró revertirse la creciente participación de la deuda privada en el PIB. Aquí cabe hacer dos importantes precisiones: 1) en el cómputo de este proceso de endeudamiento se incluye a los hogares, las corporaciones no financieras y las organizaciones sin fines de lucro que suministran servicios de apoyo a los hogares, y 2) la acumulación de pasivos por parte del sector privado es lo que esencialmente sustentó el *boom* inmobiliario español.

CUADRO 1
*Deuda privada, deuda pública y balance fiscal de España
 como porcentaje del PIB (1999-2011)*

Año/Variable	Deuda privada	Deuda pública	Déficit fiscal
1999	97.2	62.4	-1.2
2000	122.3	59.4	-0.9
2001	132.5	55.6	-0.5
2002	139.5	52.6	-0.2
2003	147.8	48.8	-0.3
2004	159.9	46.3	-0.1
2005	176.6	43.2	1.3
2006	200.4	39.7	2.4

Año/Variable	Deuda privada	Deuda pública	Déficit fiscal
2007	215	36.3	1.9
2008	220.5	40.2	-4.5
2009	226.9	53.9	-11.2
2010	226.6	61.2	-9.3
2011	216.1	68.5	-9.1

Notas: 1. De acuerdo con la definición de la Comisión Europea, la deuda del sector privado es igual al total de pasivos acumulados por las corporaciones no financieras, los hogares y las organizaciones sin fines de lucro que brindan apoyo a los hogares. Para este cálculo se consideran todos los instrumentos de deuda o bonos.

2. La deuda pública (DP) es la deuda bruta consolidada del gobierno general.

3. El balance fiscal (BF) es la diferencia entre los ingresos y los gastos del gobierno general, el cual comprende a los siguientes subsectores: gobierno central, gobiernos estatales y locales, y fondos de seguridad social. Un signo positivo indica superávit, mientras que un signo negativo indica déficit.

Fuente: elaboración propia con base en datos de *Eurostat*.

Otro aspecto interesante a destacar es que el gobierno español mantuvo cierta disciplina fiscal durante el periodo 1999-2007. De hecho, en el periodo 2005-2007, el balance fiscal fue superavitario y la deuda pública disminuyó su participación en el PIB de 43.2 a 36.3 puntos porcentuales. La relativa pérdida de control sobre las finanzas públicas ocurrió en 2008, puesto que en este año la burbuja inmobiliaria finalmente se reventó, la economía española entró en franca recesión y los ingresos fiscales se desplomaron al tiempo en que el gasto de seguridad social aumentó. La operación de los estabilizadores fiscales automáticos y las medidas anticíclicas impulsadas por el gobierno español causaron que en 2008 se registrará un déficit fiscal de 4.5% del PIB y que éste se disparara en los años sucesivos: 11.2% del PIB en 2009, 9.3% en 2010 y 9.1% en 2011. La brecha negativa entre los ingresos y los gastos del gobierno dio lugar entonces a que la deuda bruta consolidada del sector público pasara de un mínimo de 36.3 puntos del PIB en 2007 a un máximo de 68.5 puntos del PIB en 2011.

EL FIN DEL AUGE INMOBILIARIO Y EL INICIO DEL PROCESO DEFLACIONARIO

Al estallamiento de la crisis española contribuyeron varios factores externos. El primero de ellos fue el aumento de tasas de interés en Estados Unidos, puesto que éste se propagó a otras naciones, acrecentando el costo del crédito y la cartera vencida de los bancos, especialmente, en naciones como España en las que el endeudamiento excesivo y el relajamiento en las condiciones de crédito fueron la nota dominante. El segundo fue el inicio de la recesión en Estados Unidos en diciembre de 1997, puesto

que se transmitió a otras latitudes, sobre todo, a través del intercambio comercial y de los flujos de inversión extranjera directa. El tercero es que buen número de bancos europeos adquirieron activos volátiles en el mercado de valores de Nueva York, como bonos hipotecarios *subprime*. El desplome en los precios de estos bonos engendró cuantiosas pérdidas a infinidad de bancos europeos, acrecentó la percepción de riesgo de contraparte en el mercado interbancario europeo y en distintos mercados de fondos a corto plazo, y desató una crisis de liquidez generalizada.¹⁸

Los problemas de liquidez de los bancos españoles y el incremento del índice de morosidad se tradujeron no sólo en una contracción de la oferta de crédito hipotecario sino, también, en un endurecimiento drástico en los términos y condiciones para extender todo tipo de préstamos. Asimismo, el agotamiento del modelo de crecimiento basado en la industria de la construcción y el creciente desfase competitivo de la plataforma productiva española redundaron en una tasa de desempleo abismal (Gráfica 2). El cambio adverso en los criterios de los bancos para conceder financiamiento interactuó con las mayores tasas de desempleo y con el deterioro en las remuneraciones para acotar al mínimo el universo de individuos que podían calificar para un crédito. Esto, a su vez, redujo abruptamente la demanda y los precios de las viviendas. Finalmente, el encarecimiento del crédito y la desvalorización de las propiedades han provocado que muchas empresas constructoras y promotoras se declaren en incumplimiento de pagos, ocasionando problemas de solvencia a los bancos de menor escala.

Como corolario, resulta claro que durante 2009 España atravesó por un auténtico proceso deflacionario. Una deflación se define como una caída simultánea en la producción y en los precios (Gráficas 2 y 3), la cual fue consecuencia de una pronunciada contracción de la demanda agregada. Dado que el diseño institucional de la eurozona no permite devaluar para recuperar la competitividad internacional, ni reducir las tasas de interés para estimular la inversión productiva, la salida de la crisis parecería depender en buena medida de que tanto los precios como los salarios bajen lo suficiente para recuperar el dinamismo exportador y el crecimiento económico. A este expediente se le conoce como “devaluación interna” y podría ser producto de un amplio esfuerzo de concertación encabezado por el gobierno y secundado por las organizaciones de representación sindical y empresarial de las diferentes ramas productivas. En el marco de este pacto de concertación se

¹⁸ S. Claessens, G. Dell’Ariccia, D. Igan y L. Laeven, “Lessons and policy implications from the global financial crisis”, International Monetary Fund, *Working Paper No. 44*, Washington, 2010 [<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2010/wp1044.pdf>].

induciría la reducción coordinada de todas las variables nominales de la economía: precios privados, precios públicos, sueldos y salarios. El obstáculo fundamental para que esto ocurra reside no sólo en la rigidez del mercado laboral y del mercado de bienes, sino en la desproporcionada deuda de los particulares. Esto obedece a que la baja de precios y remuneraciones, acrecentaría el valor real de la deuda del sector privado y erosionaría al mismo tiempo la capacidad de pago de los deudores. En este contexto, sería necesario complementar el pacto de concertación referido con un amplio programa de apoyo a deudores responsables, el cual podría echarse a andar con aportaciones de los gobiernos de la zona del euro.

CONCLUSIONES

Como se ha visto, la eurozona no constituye una Zona Monetaria Óptima (ZMO) dado que, además de que los sistemas fiscales se encuentran fragmentados, existen diversas barreras a la libre movilidad del factor trabajo e inflexibilidad a la baja de los precios y los salarios. Ésto por una parte ha impedido que las naciones maximicen la eficiencia mediante el empleo de una moneda única y de una política monetaria uniforme, mientras que por la otra ha generado tensiones entre los gobiernos afiliados y puesto en tela de duda la viabilidad del proyecto de integración monetaria. En el origen de la crisis de España se encuentra este hecho, aunado a la errónea estrategia de crecimiento económico del gobierno de ese país.

En principio de cuentas, España está en el grupo de naciones cuyas tasas de inflación fueron no sólo más elevadas sino, también, más volátiles en las décadas de los ochenta y noventa. En la vertiente positiva, la moneda única trajo entonces beneficios tangibles en términos de estabilización macroeconómica y de aumento de la credibilidad de la autoridad monetaria. En la vertiente negativa, resulta que para cumplir con los criterios de convergencia inflacionaria, España y otras naciones periféricas hicieron uso del tipo de cambio como ancla nominal de los precios. De allí que el ingreso de estos países a la eurozona se produjo en un entorno caracterizado por la sobrevaluación cambiaria, el cual interactuó con la obsolescencia relativa de sus plataformas productivas para dificultar la colocación de sus productos en los mercados foráneos.

Para contrarrestar el deficiente desempeño exportador y la falta de competitividad internacional, España optó por una estrategia de crecimiento volcada hacia el mercado interno. Concretamente, esta nación aprovechó la libre movilidad de capital dentro del mercado único europeo, la abundancia de crédito externo de bajo costo y el blindaje cambiario que proveía el euro, para replicar el

patrón estadounidense de expansión de préstamos hipotecarios, relajamiento en los estándares crediticios, aumento en la demanda de propiedades residenciales y comerciales, y auge en el sector de la construcción. En este marco, los hogares se endeudaron para adquirir viviendas, las empresas constructoras para sacar adelante costosos proyectos inmobiliarios, y los bancos para mantener el flujo de financiamiento. Este proceso tuvo como trasfondo la ausencia de un sistema adecuado de regulación y supervisión bancarias, la minusvaloración de los riesgos de incumplimiento de pago, y el otorgamiento de diversos estímulos fiscales para la adquisición de propiedades de diverso tipo vía contratación de pasivos.

El auge de la economía española, fuertemente centrado en una vasta red de negocios inmobiliarios, trajo consigo no sólo un incremento desmedido en los precios de los bienes raíces, sino un auténtico fenómeno de inflación de precios y de salarios. Podría incluso argüirse que el régimen común de tasas de interés de referencia que se instauró en la eurozona desde enero 1999, en combinación con un auge económico de naturaleza inflacionaria, ocasionó que el costo real del crédito en España fuera muy bajo. Esto a su vez abrió un círculo vicioso en el que las nuevas rondas de endeudamiento, por la vía de su impacto en la demanda global, alimentaban las presiones inflacionarias y el incentivo para seguir contrayendo deuda.

Los salarios, por su parte, crecieron más rápidamente que la productividad laboral, provocando un incremento sostenido en los costos laborales unitarios y un deterioro cada vez mayor en la competitividad internacional española. Síntomático de ésto fue el persistente crecimiento del déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos que, dicho sea de paso, resultaba cada vez más difícil de financiar debido a los cambios en el entorno económico internacional. De hecho, el principal detonador de la crisis española fue el cambio en las condiciones monetarias y crediticias de Estados Unidos y el inicio de la debacle económicofinanciera de esa nación. Como se señaló en su oportunidad, ésto fue lo que puso fin a la época de crédito barato y accesible. La contracción de la liquidez a escala global, el encarecimiento del crédito, y la propagación de la recesión económica estadounidense, hicieron crecer el índice de morosidad en España. Esto, a su vez, indujo a los bancos españoles a endurecer los estándares de crédito y a limitar la oferta de financiamiento hipotecario, haciendo caer de este modo tanto la demanda como el precio de las viviendas.

Mientras que el endeudamiento del sector privado se fue gestando progresivamente desde la década de los noventa, el relativo descontrol del déficit fiscal y del endeudamiento público sobrevino en 2008. En ese año la burbuja inmobiliaria finalmente se desinfló y la economía española entró en recesión,

causando de este modo el derrumbe de la recaudación tributaria y el abultamiento de los gastos de seguridad social. A la operación de los estabilizadores automáticos se añadieron las medidas discretionales anticíclicas del gobierno español para llevar el déficit fiscal y la deuda pública a niveles poco recomendables. Pese a esto, la recesión de la economía española no cesa y la tasa de desempleo abierto ha roto la línea imaginaria de 20%. La arquitectura de la eurozona ha venido desempeñado un doble papel en la crisis, pues por una parte la propició, mientras que por la otra representa una camisa de fuerza para darle salida. Ante la imposibilidad de bajar unilateralmente las tasas de interés para reactivar la inversión o de ajustar el tipo de cambio para relanzar las exportaciones, España ha tenido que ingresar en un costoso proceso deflacionario.

En la coyuntura actual, es procedente hacer tres importantes recomendaciones de política económica y de reforma estructural. En primer lugar, los precios y los salarios nominales deben reducirse como producto de un pacto de concertación social en el que participen todos los sectores productivos. Este pacto estaría liderado por el gobierno para establecer la magnitud y calendarización de los ajustes a los precios públicos y privados, así como a los sueldos y salarios. Una devaluación interna anunciada y coordinada disminuiría los conflictos entre los agentes económicos privados y, por ende, los efectos recessivos. En España las instituciones cuentan con el grado de madurez suficiente no sólo para echar a andar un pacto de esta naturaleza sino, también, para verificar su cumplimiento.

En segundo lugar, dado que la deflación de precios y salarios reduciría la capacidad de pago de hogares y unidades productivas al tiempo que acrecentaría el valor real de los pasivos; sería necesario poner en marcha un programa de apoyo a deudores con fondos tanto nacionales como comunitarios. La creación del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera es un precedente relevante, pues abre la posibilidad para que las economías de la eurozona que están actualmente en crisis, sean rescatadas con recursos provenientes de las naciones más avanzadas.

En tercer lugar, para prevenir y corregir nuevos problemas de liquidez y de solvencia de las instituciones financieras, sería conveniente armonizar por completo los sistemas de regulación y supervisión bancarias, colocando al BCE como el principal órgano regulador. Este planteamiento es perfectamente factible, pues hay naciones con sistemas bancarios sólidos y maduros como Canadá donde la regulación y supervisión se encuentra centralizada. En esta nación, la Oficina de Superintendencia de los Asuntos Financieros (*Office of the Superintendent of Financial Issues*) regula al sistema financiero en su conjunto y establece los estándares que deben observarse. Por lo tanto, la existencia de una entidad de regulación principal (o única) en la eurozona permitiría construir sinergias importantes, homogeneizar

los mandatos y lineamientos de actuación, e imponer sanciones a las instituciones infractoras.

Finalmente, para estimular la movilidad geográfica de los trabajadores sería necesario homogeneizar la legislación laboral de los países de la UE y asegurar la plena portabilidad de los derechos laborales adquiridos de una nación a otra. Sin embargo, la implantación de un sistema de pensiones idéntico al prevaleciente en naciones prósperas como Alemania, aunada al pago de los intereses y de la amortización de la deuda pública, probablemente amenazaría la sostenibilidad de las finanzas gubernamentales de naciones como España y, por ende, conduciría al pago de primas por riesgo país cada vez más voluminosas. Consecuentemente, la homologación de los sistemas de pensiones no podría llevarse a cabo en ausencia de una genuina integración fiscal en la eurozona, con un ministerio supranacional de finanzas comprometido a combatir las desigualdades regionales. Infortunadamente, un proyecto de esta naturaleza carecería de viabilidad ahora y en el futuro previsible; puesto que los electores, los contribuyentes y por ende los gobiernos de las naciones ricas de la eurozona no avalarían la realización de transferencias masivas y permanentes de recursos hacia las naciones comparativamente pobres.

BIBLIOGRAFÍA

- Artis, M., J. Fidrmuc, y J. Scharler, “The transmission of business cycles. Implications for EMU enlargement”, *Economics of Transition*, vol. 16, No. 3, 2008, pp. 559-582.
- Berger, H. y V. Nitsch, “The Euro’s effect on trade imbalances,” IMF *Working Paper* 10/226, Washington, D.C., 2010.
- Biroli, P., G. Mourre y A. Turrini, “Adjustment in the Euro Area and Regulation of Product and Labour Markets: An Empirical Assessment,” Centre for Economic Policy Research, *Discussion Paper* 8010, Londres, 2010.
- Bordo, M., “The euro needs a fiscal union: some lessons from history”, *Economic Policies for the 21st Century*, 12 de octubre, 2010 [http://web.xrh.unipi.gr/attachments/1551_SOMC_Oct_Bordo.pdf].
- Böwer, U. y C. Guillemineau, “Determinants of business cycle synchronization across Euro Area Countries”, European Central Bank, *Working Paper* No. 587, Fráncfort del Meno, 2006.
- Burstein, A., C. Kurz y L. Tesar, “Trade, production sharing, and the international transmission of business cycles”, *Journal of Monetary Economics*, vol. 55, No. 4, 2008, pp. 775-795.

- Claessens, S., G. Dell’Ariccia, D. Igag y L. Laeven, “Lessons and policy implications from the global financial crisis”, *International Monetary Fund, Working Paper* No. 44, Washington, 2010 [<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2010/wp1044.pdf>].
- Imbs, J., “Trade, finance, specialization and synchronization,” *Review of Economics and Statistics*, vol. 86, No. 3, 2004, pp. 723–34.
- European Commission, “Surveillance of Intra-Euro-Area Competitiveness and Imbalances”, Directorate General for Economic and Financial Affairs, *European Economy*, No. 1, Bruselas, 2010.
- Fenge, R. y J. Weizsäcker, “Public pensions and intra-eu mobility: an unfinished agenda”, Bruegel *Working Paper*, No. 2008/02, Bruselas, 2008.
- Jaumotte, F. y P. Sodsriwiboon, “Current Account Imbalances in the Southern Euro Area,” International Monetary Fund, *Working Paper* 10/139, Washington, D.C., 2010.
- Knell, M., “Nominal and Real Wage Rigidities: In Theory and in Europe”, European Central Bank, *Working Paper* No. 1180, Fráncfort del Meno, 2010, pp. 1-52.
- Krugman, P., “Can Europe be Saved?”, *New York Times*, pp. 1-14, 12 de enero de 2011 [http://relooney.info/0_New_10048.pdf].
- Mundell, R., “A Theory of Optimum Currency Areas”, *American Economic Review*, Vol. 51, No. 4, 1961, pp. 657-665.
- Zemanek, H., A. Belke y G. Schnabl, “Current Account Balances and Structural Adjustment in the Euro Area,” *International Economics and Economic Policy*, No. 7, 2010, pp. 83-127.
- Zimmermann, K., “Labor mobility and the integration of European labor markets”, *DIW Berlin Discussion Paper*, No. 862, Berlin, 2009.