

38 Jornadas Nacionales de Administración Financiera
Septiembre 2018

La política económica de la Unión Europea: Diez años en “gestión de crisis”

Ulrich Schüle

Universidad de Ciencias Aplicadas Mainz (Alemania)
Universidad de Ciencias Empresariales y Sociales (UCES),
Buenos Aires

SUMARIO

1. Introducción
2. Sobre el desarrollo de la crisis
3. La política económica ante la crisis
4. Resultados económicos de las políticas elegidas
5. Capacidad limitada para actuar en la próxima recesión
6. Resumen

Para comentarios:
ulrich.schuele@hs-mainz.de

1. Introducción

La crisis económica de los últimos diez años muestra que Europa tuvo que superar desafíos particulares debido a la arquitectura de la unión monetaria. La atención se centra en la tensión entre la política monetaria para la cual se había creado una potente institución europea y la política fiscal que todavía se organiza en el ámbito nacional.

Este artículo describirá en primer lugar el desarrollo de la crisis financiera y bancaria de 2007/08 a la crisis de la deuda soberana en Europa y destaca el papel de los desequilibrios en las relaciones comerciales dentro de la zona del euro (2). Posteriormente, se debatirá la política económica adoptada en las diferentes fases de la crisis enfatizando el cambio entre los enfoques neoclásico y keynesiano en la política fiscal y y la política monetaria (3). La presentación de los resultados de esta política económica (4) conducirá a la conclusión de que la política económica europea solo podrá actuar de forma limitada en la próxima recesión (5). Un breve resumen completará la presentación (6).

2. Sobre el desarrollo de la crisis

2.1 De las deudas tóxicas a la deuda pública

En general, se describe como inicio de la crisis financiera y económica el estallido de la burbuja inmobiliaria en los Estados Unidos en 2007. Cuando –después de una larga fase de tasas de interés muy bajas– el banco central las elevó para frenar el aumento de la inflación, muchos clientes “subprime” ya no podían pagar sus tasas hipotecarias. Las ventas de emergencia resultantes llegaron a un mercado que ya estaba cerca de la saturación. La caída de los precios de la vivienda con más ventas de emergencia y las ejecuciones hipotecarias finalmente llevó a impagos de préstamos.

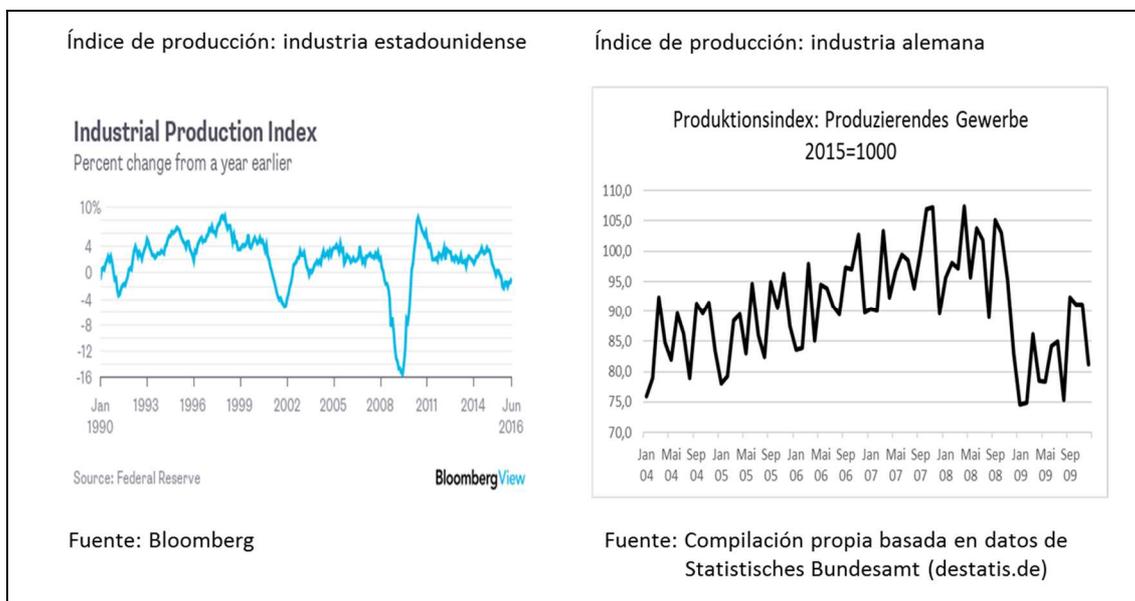
Muchos bancos en los EE.UU. habían utilizado la desregulación de los mercados financieros internacionales para crear nuevas formas de valores que los permitían esconder partes de sus riesgos de crédito y transferirlos a las instituciones financieras en Europa. Las instituciones financieras europeas obviamente compraron estos valores sin análisis de riesgo. En lugar de eso, confiaron en las agencias de calificación crediticia estadounidenses que –a su parte– habían calificado los valores con un rating muy positivo pese a los riesgos. Cuando la burbuja inmobiliaria estalló, los bancos europeos tenían que cancelar miles de millones de dólares en muy poco tiempo.

Tras la quiebra del banco de inversión estadounidense Lehman Brothers, el mercado financiero europeo se caracterizó por incertidumbre. Dado que los principales bancos tenían coeficientes de capital propio muy bajos, surgió la pregunta si las correcciones valorativas conducirían a su insolvencia. Como resultado de esta incertidumbre, el flujo de préstamos entre las instituciones financieras se estancó; la creación monetaria en el sector bancario cayó bruscamente.

La economía real bajó debido a la contracción del crédito. Se efectuó la peor recesión desde la crisis económica mundial de los años 1930. En algunos sectores, por ejemplo en la industria automotriz, la demanda disminuyó en alrededor de un tercio en pocos meses. Como consecuencia, las empresas afectadas cancelaron una gran parte de las inversiones previstas en

maquinaria y equipo, por lo que también la ingeniería mecánica y el sector de construcción de máquinas e instalaciones sufrieron una dramática caída de los pedidos. Por ejemplo, el índice de producción en Alemania cayó un 28 por ciento en unos pocos meses (Cuadro 1).

Cuadro 1: Producción industrial en los Estados Unidos y Alemania



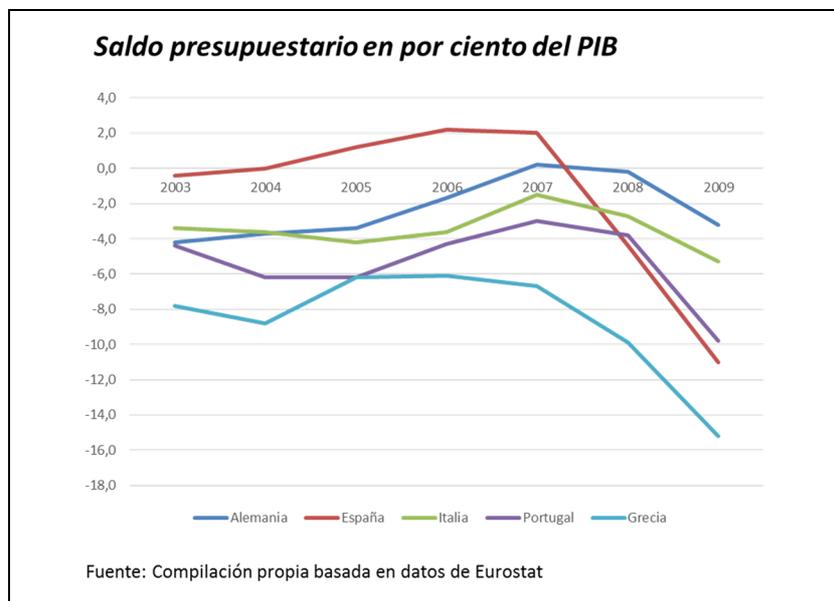
El proceso, que se trasladó rápidamente de una crisis financiera y bancaria a una crisis de la economía real, finalmente provocó una crisis de deuda soberana, porque la disminución de la actividad económica redujo los ingresos públicos. Por un lado, cayeron los ingresos de los empleados y entonces su pago de impuestos. Por otro lado, –y en mucha mayor medida– cayeron las ganancias de las empresas. Unas empresas registraron pérdidas y no pagaron ni impuesto sobre la renta ni impuesto de sociedades.

En Alemania, por ejemplo, los impuestos de sociedades que ya eran muy bajos cayeron de €15,9 mil millones (2008) a 7,2 mil millones (2009). Los ingresos por impuestos a la renta descendieron de €32,7 mil millones (2008) a €26,4 mil millones (2009). La disminución de los ingresos tributarios comerciales (un impuesto municipal) se contabilizó a casi nueve mil millones de euros (de €41 mil millones en 2008 a €3,4 mil millones en 2009). En general, los ingresos del gobierno de Alemania cayeron un 1,9 por ciento entre 2008 y 2009, en Italia un 2 por ciento, en Portugal un 4,7 por ciento, en Grecia un 6 por ciento y en España un 9 por ciento.

Si el estado no responde inmediatamente con recortes del gasto (por ejemplo mediante la reducción de sus actividades de inversión, la reducción de salarios en el sector público y recortes en las prestaciones sociales), aumenta el déficit presupuestario o el superavit se convierte en un déficit.

Casi todos los estados entraron en esta situación en 2009. Los presupuestos nacionales de los Estados Unidos, el Reino Unido y el Japón tenían un déficit presupuestario superior al 10 por ciento del PIB. Los países del euro del sur de Europa también se vieron afectados (Cuadro 2).

Cuadro 2: Saldos presupuestarios de países de la zona euro seleccionados 2003-2009



Los déficits causados por la crisis financiera aumentaron la deuda pública ya existente. La magnitud de la deuda soberana se diferenció; además, sus factores determinantes fueron diferentes en cada uno de los países:

- Gastos de guerra: la deuda de los Estados Unidos se deriva en primer lugar de las guerras en Iraq y Afganistán.
- Gastos en el "estado de bienestar": en particular, en Europa, los beneficios han sido asumidos por el Estado desde el comienzo de la década de 1970 y no están cubiertos completamente por los ingresos fiscales. No solo incluyen beneficios financieros como pensiones, prestaciones por desempleo y subsidios familiares, sino también la provisión gratuita de instalaciones educativas y autopistas, así como la provisión de infraestructura altamente subsidiada como piscinas, teatros de ópera, estadios de fútbol.
- Gastos para la integración de los estados de Europa Central y Oriental en la UE: Esto incluyó prestaciones para la modernización de la infraestructura física y social. En Alemania, por ejemplo, la deuda aumentó como resultado de la reunificación de aproximadamente 40 a 60 por ciento del PIB, se mantuvo bastante estable en este nivel durante muchos años y aumentó por la crisis económica desde 2008 al 80 por ciento.
- La competencia mundial entre centros de actividad económica a través de reducciones en impuestos corporativos. Por ejemplo, la carga impositiva en Alemania fue más baja en 2008 de lo que fue en 1980. Esto se debe casi por completo a la reducción de los impuestos sobre empresas.

La crisis de la deuda soberana se volvió virulenta en Grecia en un primer momento cuando en el año 2010 el default del país parecía ser probable. Como incrementó el riesgo de la insolvencia tanto de los bancos griegos como del estado griego, los rendimientos de los bonos del

gobierno griego aumentaron. La calificación de sus bonos se deterioró, lo que provocó un aumento renovado de las tasas de interés. Las primas de rendimiento contra los bonos alemanes que alcanzaron casi 40 por ciento en el primer semestre de 2012 señalaron el default. Los demás países mediterráneos, pero también Irlanda, también sufrieron el círculo vicioso de primas de riesgo, el siguiente deterioro de las calificaciones y el aumento nuevo de los tipos de interés.

Los estados europeos y el BCE lograron interrumpir este círculo vicioso. Mientras los estados intervinieron con una combinación de préstamos de ayuda y un corte de deuda, el BCE compró bonos del gobierno griego en el mercado secundario. Además, ayudó la declaración del presidente del BCE, que el BCE haría todo lo posible para evitar una ruptura de la zona euro.¹ Ya en mayo de 2014, se negociaron los bonos griegos a 10 años en el mercado secundario con una rentabilidad por debajo del siete por ciento.²

2.2 Un catalizador en Europa: desequilibrios en la balanza de pagos

En una unión monetaria, los costos laborales unitarios desempeñan un papel esencial como parámetros competitivos.³ Los costos laborales unitarios se definen de la siguiente manera:

$$\begin{aligned} \text{Costos laborales unitarios} &= \frac{\text{salario / hora} \times \text{cantidad de horas de trabajo}}{\text{cantidad de productos producidos (PIB}^{\text{real}})} \\ &= \frac{\text{salario / hora}}{\text{productividad del trabajo}} \quad \begin{matrix} [\text{SpH}] \\ [\text{PdT}] \end{matrix} \end{aligned}$$

Por lo tanto:

- Si los salarios crecen al mismo ritmo que la productividad del trabajo, los costos laborales unitarios y la competitividad del país no cambian.
- Si los salarios crecen más rápidamente que la productividad del trabajo, los costos laborales unitarios aumentan; la competitividad disminuye.
- Si los salarios crecen más lentamente que la productividad del trabajo, los costos laborales unitarios disminuyen; la competitividad se eleva.

Si un Estado miembro de la unión monetaria tiene costos laborales unitarios decrecientes a lo largo de varios años –o los costos laborales unitarios aumentan menos que en otros países– la competitividad de su economía aumenta. Como resultado, este Estado miembro genera constantemente un superávit comercial y, por lo tanto, excedentes de ingresos. Los países con costos laborales unitarios en aumento pierden competitividad y generan un déficit comercial y un déficit de ingresos. En otras palabras, el comercio desequilibrado provoca una transferencia de poder adquisitivo desde el país deficitario al país excedentario. Al mismo tiempo, los

¹ “Within our mandate, the ECB is ready to do whatever it takes to reserve the euro” (Draghi 2012).

² En agosto de 2018, es poco menos del cuatro por ciento (investing.com).

³ Empresas tienen acceso al mercado de toda la zona euro; entonces, los tipos de interés para créditos de empresas no se diferencian significativamente.

excedentes de exportación aumentan el volumen de producción y el empleo en el país con superávit; el desempleo cae.

La teoría de la paridad del poder adquisitivo muestra que –si existen monedas diferentes– la moneda del país con superávit se apreciará a largo plazo: como los exportadores de este país generan más ingresos en moneda extranjera que los importadores necesitan divisas, hay un exceso de oferta de divisas en el mercado cambiario. El precio de la divisa baja. Esto aumenta el valor de la moneda nacional: se aprecia. Los importadores en el país deficitario necesitan más divisas que las que generan los exportadores, por lo que aumenta el precio de las divisas; la moneda propia se deprecia.

En caso de tipos fijos, los gobiernos reemplazan el proceso del mercado. Devalúan regularmente la moneda de los países deficitarios y revalúan las divisas de los países con superávit.

Exactamente esto a menudo se produjo en el período anterior a la unión monetaria: los costos laborales crecieron menos en Alemania que en los otros Estados miembros de la UE, esencialmente porque los sindicatos operaron más prudentemente y la inflación fue más baja. Se revalorizó la Deutsche Mark (DM) repetidas veces. La revalorización de la DM volvió los productos más caros para los compradores en los otros estados de la UE. La ventaja competitiva obtenida mediante la restricción salarial se vio compensada por la revalorización de la DM. Desde el punto de vista de los demás países de la UE, esto significaba que la desventaja competitiva que padecían como resultado de tasas de inflación más altas, se compensaba con una devaluación de su propia moneda. Por ejemplo, la libra esterlina, la lira italiana y la peseta española siempre se han devaluado.

Con la transición a la unión monetaria, este mecanismo de compensación fue eliminado. Un país que gane una ventaja competitiva a través de recortes en los costos laborales unitarios, obtendrá esa ventaja competitiva para siempre. A largo plazo, genera un excedente de exportación en el comercio con los otros países de la unión monetaria.

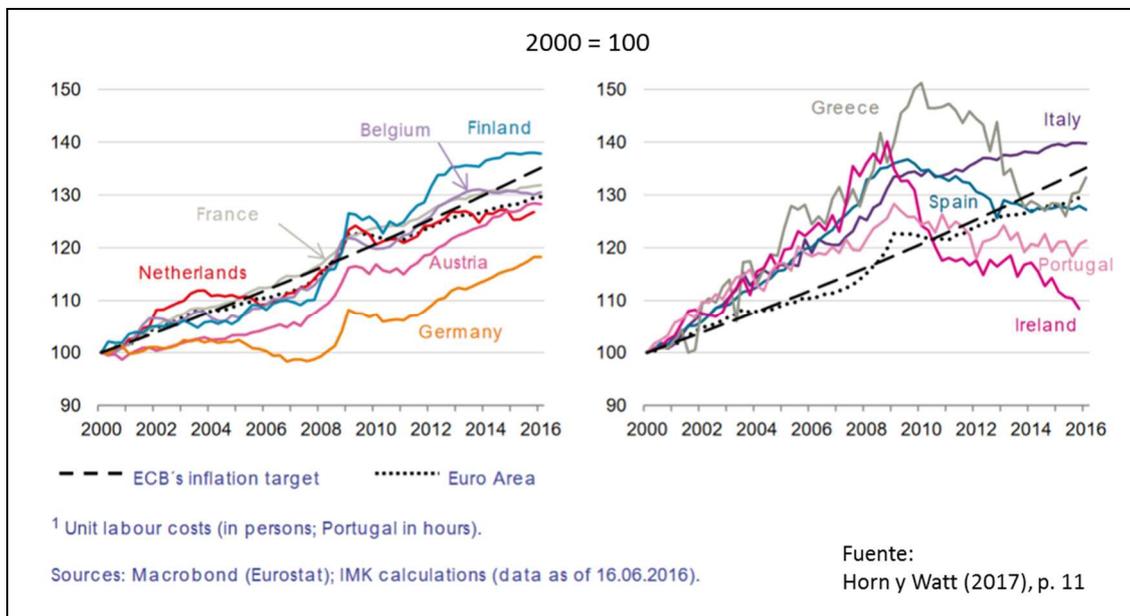
Como muestra el cuadro 3, los costos laborales de Alemania crecieron a un ritmo más lento que en los otros Estados miembros de la unión monetaria. Durante los años 2004 hasta 2007, los costos laborales disminuyeron de hecho en cifras nominales. Las bajas salariales contribuyeron más a la caída de los costos laborales que el aumento de la productividad.⁴ Los salarios reales disminuyeron significativamente y volvieron al nivel del año 2000 no antes del año 2013. (WSI Tarifarchiv 2015).

El cuadro 4 muestra cómo los saldos de la cuenta corriente divergen en el período de caída de los costos laborales unitarios alemanes. El excedente de exportación excesivamente grande del 7,4 por ciento del PIB en 2007 se generó principalmente por el comercio con los otros países de la zona euro.

Por lo tanto, no es coincidencia que la reducción del desempleo en Alemania de 4,9 millones a 3,3 millones personas cayera exactamente en este período. La conclusión es evidente, que Alemania no sólo exportó sus bienes, sino también parte de su desempleo.

⁴ El aumento de la productividad total de factores en Alemania se sitúa debajo de la media a largo plazo de la zona euro; el aumento de la productividad del trabajo apenas supera el promedio de la zona euro.

Cuadro 3: El desarrollo de los costos laborales unitarios y la competitividad –países seleccionados de la zona euro



Cuadro 4: Desequilibrios en la cuenta corriente 2003-2008

Saldo de la cuenta corriente (en por ciento del PIB)				
	Alemania	Italia	Portugal	España
2003	1,9	-0,8	-6,4	-3,5
2004	4,7	-0,3	-8,3	-5,2
2005	5,1	-0,9	-10,3	-7,4
2006	6,3	-1,5	-10,7	-9,0
2007	7,4	-1,3	-10,1	-10,0
2008	6,2	-2,9	-12,6	-9,6

En 2007, casi 70% del superávit alemán se efectuó en el comercio con la zona euro.

Fuente: Deutsche Bundesbank

Fuente: Eurostat

Análisis más detallados (por ejemplo Barnes et. al. 2010) muestran, sin embargo, que los desequilibrios en los saldos de las cuentas corrientes también dependen de otros factores. Estos incluyen las diferencias de calificación en la fuerza de trabajo, diferencias en la elasticidad de precios para las exportaciones e importaciones, en particular un grado diferente de dependencia en el precio del petróleo, las transferencias de ingresos entre las empresas matrices y subsidiarias, así como la demanda agregada.

Esta última puede haber sido impulsado por las bajas tasas de interés reales en los países mediterráneos, particularmente en España.⁵ Cuando los mercados corrigieron las tasas de interés reales durante la crisis financiera y el Estado tuvo que asumir parte de la deuda privada como parte del rescate de bancos (3.2.1), estos países se involucraron más que otros en los déficits presupuestarios (Landmann 2012). Entre otras cosas, el objetivo a mediano plazo de la política económica europea posterior a la crisis era, por lo tanto, volver a cuentas corrientes más balanceadas. Por eso había que restablecer la competitividad de los países mediterráneos (Merkel 2012).⁶

3. La política económica ante la crisis

La política económica de la UE es diferente de otras partes del mundo en términos de su diseño institucional. Normalmente las responsabilidades fiscal y monetaria se sitúan al mismo nivel institucional. Por ejemplo, en los Estados Unidos el gobierno federal se encarga de la política fiscal, y el “Federal Reserve System” como Banco Central de la política monetaria. En Europa, las políticas fiscales y monetarias se sitúan en diferentes niveles institucionales. Mientras que el BCE es una institución exclusivamente europea, la política fiscal se sitúa en su mayor parte en la responsabilidad de los Estados miembros individuales. Por lo tanto, parece necesario considerar primero esta especificidad europea (3.1) antes de poder describir los objetivos y los instrumentos de la política económica (3.2).

3.1 La especificidad de Europa: unión monetaria sin unión fiscal

El análisis de las políticas económicas en la UE debe tener en cuenta el hecho de que las diversas áreas de política económica están organizadas en niveles diferentes. Debido a la diferente profundidad de integración, hay que diferenciar entre los ámbitos políticos que se aplican a la UE en su conjunto y los que se refieren exclusivamente a la zona del euro. Por ejemplo, la política de competencia se refiere al mercado común y concierne a la UE en su conjunto. La política monetaria del BCE se refiere sólo a la zona del euro. La política fiscal, por otra parte, es responsabilidad de los Estados miembros:

- La Unión Europea se compone actualmente de 28 Estados miembros, que forman un mercado común (mercado interior). Esto se caracteriza por las cuatro libertades, es de-

⁵ En combinación con tasas de interés nominales sin diferencias significantes, la tasa de inflación un poco más alta en los países mediterráneos (por ejemplo 3,7 por ciento en España en comparación con 2,2 por ciento en Alemania [2005]) estableció tasas reales muy bajas.

⁶ “Era la pérdida de competitividad en algunos Estados miembros, lo que contribuyó a la miseria de estos países y, por último, puse en peligro la zona euro en su conjunto. Por lo tanto, una política que, sobre todo a través de reformas estructurales, conduce ... a más competitividad, es la respuesta correcta a la profunda crisis que ha llegado a Europa.” (Merkel 2012).

<https://www.bundesregierung.de/ContentArchiv/DE/Archiv17/Regierungserklaerung/2012/2012-12-13-eu-rat.html>

cir, la libre circulación de bienes y servicios (output) y la libre circulación de los factores de capital y mano de obra (input).⁷

- La unión monetaria comprende actualmente 19 Estados miembros. El euro es moneda de curso legal en estos países. Su circulación está controlada por el "Sistema Europeo de Bancos Centrales". Está formado por el Banco Central Europeo (BCE) y los 19 bancos centrales de los Estados miembros que participan en la unión monetaria. El BCE está encabezado por un consejo de seis miembros compuesto por el presidente, el vicepresidente y otros cuatro miembros. El Consejo de Administración prepara las decisiones de política monetaria y el Consejo del Banco Central las adopta. Este último está formado por los seis directores del BCE y los 19 presidentes de los bancos centrales nacionales. Los miembros del Consejo del Banco Central son nombrados por el Consejo Europeo por mayoría cualificada y no están sujetos a ninguna instrucción de sus gobiernos. Con el fin de garantizar la independencia de los responsables funcionarios, son nombrados por un mandato de ocho años. Una prorrogación no es posible. El objetivo de la política monetaria es la estabilidad de precios, definida como un nivel de inflación a mediano plazo ligeramente por debajo del 2 por ciento. El BCE es responsable de controlar el suministro de dinero en la zona del euro, pero no tiene el mandato de medidas "selectivas" para apoyar a los estados miembros individuales. Los bancos centrales nacionales son responsables de la implementación operacional de la política monetaria.
- Una unión fiscal en el sentido de una institución europea correspondiente al BCE no existe. La UE no puede imponer sus propios impuestos. En lugar de recaudar impuestos, la UE se financia por contribuciones de los Estados Miembros. Su presupuesto está limitado al 1,2 por ciento de la renta nacional bruta. No debe generar superávits o déficits, pero siempre debe tener un presupuesto equilibrado. Por lo tanto, no tiene el derecho de emitir bonos.⁸

Por lo tanto, si bien se creó con el BCE una institución europea para la política monetaria en la unión monetaria, la política fiscal sigue siendo responsabilidad de los Estados miembros. Sus actividades deben concertarse en un complejo proceso de coordinación política. Esto presupone la disposición de que los gobiernos de los Estados miembros estén interesados en la cooperación y no agraven ni incluso torpedeen el proceso de votación para perseguir intereses particulares.

Además, debido a que posibles déficits presupuestarios inadecuados ponen en peligro la estabilidad de los precios, es importante garantizar que los presupuestos nacionales sigan una "disciplina fiscal". Por lo tanto el llamado "pacto de estabilidad" inicialmente fijó un límite máximo de tres por ciento del PIB en el déficit presupuestario. Frente a la crisis de la deuda, este límite se redujo en 2012; ahora se ubica en 0,5 por ciento para los estados fuertemente

⁷ Dado que las personas que no pertenecen a la fuerza de trabajo – por ejemplo, estudiantes y jubilados – pueden moverse libremente en el mercado común y elegir su lugar de residencia, hoy en día se suele hablar de la libre circulación de personas en lugar de la libre circulación de la mano de obra.

⁸ En el marco del Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera (European Financial Stability Facility [EFSF]), la Comisión Europea fue autorizada temporalmente a prestar a los Estados miembros en dificultades y a refinanciarse por préstamos. En este sentido, la prohibición de endeudamiento para la UE se rompió. Dos años más tarde, el EFSF fue reemplazado por el Mecanismo Europeo de Estabilización (European Stability Mechanism [ESM]), cuya construcción tiene en cuenta la prohibición de endeudamiento de la UE.

endeudados. Al mismo tiempo, se ha vuelto más flexible: el punto de referencia ya no es el PIB actual, sino el PIB estructural, es decir el PIB ajustado en función del ciclo. Además, los Estados miembros deben presentar sus proyectos de presupuestos a la Comisión de la UE para su aprobación. Asimismo, la cláusula de “no-bail-out” excluye la responsabilidad de la Unión Europea y de todos los Estados miembros por los pasivos de Estados miembros individuales.

Entonces, los presupuestos de los Estados miembros en la unión monetaria están sujetos a las restricciones del pacto fiscal. Por lo tanto, los “pactos de estabilidad” significan un notable aumento de poder de la UE en asuntos fiscales, aunque la UE no tiene su propia soberanía fiscal y no puede contraer obligaciones. Con esta restricción, los parlamentos nacionales han perdido un elemento muy esencial de su capacidad presupuestaria, y por ende, de soberanía estatal.

Las decisiones a nivel europeo –por ejemplo, la cuestión del 1,2 por ciento de la renta bruta que limita el presupuesto de la UE– no pueden ser adoptadas por el Parlamento Europeo, sino por el contrario, requieren la adopción de la propuesta por parte del Consejo. Este último consiste en los representantes de los gobiernos respectivos. En caso de decisiones que se refieren a la política fiscal, el consejo se compone de los ministros nacionales de finanzas y de economía. En caso de decisiones de mayor importancia, el consejo está compuesto por los jefes de estado y gobierno.

Como decisiones de mayor importancia requieren un voto en el Consejo con mayoría cualificada⁹ o incluso unanimidad, pequeños grupos de Estados miembros o incluso un Estado miembro individual puede bloquear la decisión. Eso puede reducir la eficacia de la cooperación –sobre todo porque los políticos que representan su gobierno nacional en el Consejo dependen exclusivamente del voto de su población nacional. Aunque están tomando decisiones que son relevantes para la UE o la zona del euro en su conjunto y que afectan las condiciones de vida de la población en todas las regiones de la UE o la zona del euro, se orientan sólo a las opiniones en su Estado miembro. Cuanto más los intereses particulares de los estados individuales se desvían del interés común, tanto menor la eficacia en el Consejo y tanto peor la calidad de las decisiones.

3.2 Objetivos y medidas políticas y económicas

Cuando la crisis financiera y bancaria golpeó los mercados de Europa en 2008, y los bancos europeos estaban en peligro de tener que renunciar sus títulos de crédito a las instituciones financieras estadounidenses, había que evitar el colapso de los principales bancos y un “bank run”. Además, se necesitaba evitar que el choque de demanda inmediata, que surgió inmediatamente después de la crisis bancaria, causara una depresión similar a la de la década de 1930. En un esfuerzo concertado, casi todos los gobiernos de los países de la OCDE optaron por una

⁹ En el marco del procedimiento legislativo ordinario, el Consejo decide por mayoría cualificada (MC), en codecisión con el Parlamento Europeo. Cuando el Consejo se pronuncia sobre una propuesta de la Comisión o de la Alta Representante de la Unión para Asuntos Exteriores y Política de Seguridad, se alcanza la MC si se cumplen dos condiciones: (1) el 55 por ciento de los países de la Unión Europea (UE) vota a favor, es decir, dieciséis de veintiocho; (2) la propuesta cuenta con el apoyo de países que representan al menos el 65 por ciento de la población total de la UE. Cuando el Consejo se pronuncia sobre una propuesta que no ha realizado la Comisión o la Alta Representante, la decisión se adopta si el 72 % de los votos de los países de la UE son a favor y los votos representan al menos el 65 % de la población de la UE.

política de estabilización keynesiana (3.2.1). Sin embargo, después de que esto condujo a un inmenso aumento de la deuda pública en la zona del euro y que particularmente Grecia entró en dificultades financieras, el objetivo de la política económica cambió. En lugar de la estabilización keynesiana, llegó la reducción de la deuda pública con la ayuda de una política de préstamos impuesta por los prestamistas (3.2.2). Si bien la Reserva Federal en los Estados Unidos ya abordó la crisis con una política de “flexibilización cuantitativa” a partir de 2008, el BCE no aplicó esta política monetaria durante los primeros años de la crisis. Entró en la flexibilización cuantitativa a partir de 2015, inundando los mercados con liquidez. Porque las políticas de austeridad con inmensos recortes del gasto público y la fuerte caída de los precios del petróleo provocaron la deflación (3.2.3).

1) Primera fase: rescate de bancos y política de estabilización keynesiana

La crisis financiera que afrontó a los Estados Unidos y al Reino Unido ya en 2007, golpeó la zona del euro en 2008. Los Estados miembros de la UE respondieron en estrecha coordinación de acciones políticas. En Alemania, se los llamó “rescate” (de bancos) y “programas de estímulo económico”. El rescate consistió esencialmente en tres elementos (Schüle 2012):

- Los Estados individuales establecieron garantías para los préstamos interbancarios a partir de noviembre de 2008. La concesión de las garantías estaba sujeta a tarifas y condiciones. La medida tenía por objeto restablecer el funcionamiento del mercado interbancario, que había cesado casi por completo.
- Los estados participaron directamente en bancos individuales mediante la compra de acciones o derechos de participación en los beneficios como parte de un aumento de capital. Algunos bancos insolventes (llamados “bad banks”) fueron nacionalizados y retirados del mercado.
- El BCE facilitó el acceso al crédito en octubre de 2008 al cambiar el suministro de liquidez de la subasta a tasa variable, a la subasta a tipo de interés fijo. Según este procedimiento, los bancos comerciales reciben cualquier cantidad que deseen a una tasa fija, siempre que puedan proporcionar garantías adecuadas.

Las actividades de la política fiscal consistieron en programas de estímulo económico keynesianos, que ayudaron a estabilizar la demanda agregada. Debido a la falta de competencia fiscal de la UE, esta política era responsabilidad de los Estados miembros individuales. En esencia, los programas de estímulo económico lanzados a principios de 2009 estaban compuestos por inversiones gubernamentales, recortes de impuestos y facilitación del acceso a los beneficios del seguro de desempleo. Para aumentar la demanda de automóviles, que es tan importante para la economía de Europa en su conjunto, la mayoría de los países pagaron a los compradores de un automóvil nuevo una “prima por desguace” si desechaban su actual coche ecológicamente no ya aceptable.

2) Segunda fase: la política de austeridad combinada con “salvavidas” europeos

Después de que Grecia cayó en la crisis de deuda en 2010, se produjo un cambio de paradigma fundamental. La estabilización keynesiana fue sustituida por el objetivo de reducir la

deuda nacional en todos los países del euro, sobre todo en los países mediterráneos y en Irlanda.

Los países se comprometieron a reducir el déficit presupuestario a través de aumentos de impuestos y recortes simultáneos en el gasto. Dado que ambas medidas tienen un efecto contractivo, implican necesariamente la caída en la recesión. Además, la política tenía como objetivo reducir los costos laborales unitarios en los países endeudados. Especialmente, la canciller de Alemania apoyó este objetivo.

A medida que los costos laborales unitarios surgen de la relación entre salarios y productividad laboral, las políticas pueden actuar para reducir los salarios o aumentar la productividad laboral. A largo plazo, la productividad laboral puede incrementarse a través del progreso técnico y las reformas estructurales, en el corto plazo a través de despidos. Una reducción rápida de los costos laborales unitarios solo puede lograrse a través de despidos y reducciones salariales.

Dado que la economía de mercado no permite que los gobiernos ejerzan ninguna influencia directa en la política de personal o en los salarios fuera del sector público, pueden afectar la disminución de los salarios en el sector privado solamente en manera indirecta: para provocar un recorte de los salarios en el sector privado deben impulsar una recesión. Para alcanzar eso, los gobiernos reducen significativamente los gastos públicos y, por lo tanto, la demanda agregada. La recesión a continuación, provoca “a través del mecanismo de mercado” despidos y –bajo la presión del desempleo– un descenso de los salarios.

En el idioma alemán, se puede expresar tal enfoque con el término bastante positivo de “política de ahorrar”. En otros idiomas, se lo conoce como “política de austeridad”, un término que expresa el resultado del “empobrecimiento”.

En algunos países, el gobierno parecía estar de acuerdo con la lógica de tal política de austeridad. En particular, el liderazgo conservador en España se identificó con este programa de política económica.¹⁰ En Italia y Grecia, por otro lado, es más probable que los prestamistas hagan cumplir la política de austeridad (Pitty 2014).

Además, los rescates europeos inicialmente solo proporcionaron préstamos a los “Estados miembros en dificultades”, pero no ayuda financiera directa a las instituciones de crédito. Entonces los países mediterráneos, especialmente España, primero tuvieron que salvar sus bancos con fondos nacionales. Esto condujo al aumento de la deuda pública, que permitió el acceso a la ayuda del Mecanismo Europeo de Estabilización (Micossi 2012).

La política de austeridad al principio exacerbó los desequilibrios financieros en la zona del euro. Su efecto contractivo llevó a la caída del PIB y la deflación y, por lo tanto, a un aumento del coeficiente de deuda.¹¹ Un coeficiente de deuda creciente indica un mayor riesgo de incumplimiento y resulta en un empeoramiento de la calificación crediticia de los bonos del gobierno. Este último a su vez aumenta el interés que demandan los prestamistas y, por lo tanto, la carga de la deuda pública.

Este proceso se potenciará aún más si las agencias de calificación crediticia también evalúan la solvencia de las instituciones financieras privadas, porque la calificación de su solvencia depende del “riesgo involucrado” en su portafolio. Cuando un banco o una aseguradora tenía bonos de los países mediterráneos en su portafolio, el empeoramiento en la calificación

¹⁰ Rajoy: El primer punto de un plan económico ha de ser la austeridad (rtve.es | 07 nov 2011)

¹¹ Dado que el coeficiente de deuda se mide como la relación entre la deuda y el PIB nominal, una disminución en el denominador aumenta el coeficiente.

de estos bonos conducía al empeoramiento de su propia calificación. Para evitar eso los bancos y aseguradoras vendieron los bonos gubernamentales con bajo valor y los reemplazaron por bonos bien calificados. Esta reestructuración de la cartera aumentó la divergencia entre los rendimientos de los bonos: mientras que los estados fuertemente endeudados tenían que pagar tasas de interés cada vez más altas, la carga de intereses de los estados bien calificados cayó. Por ejemplo, Alemania logró en 2012 financiarse con una tasa de interés negativa.

Así, los mercados financieros produjeron “profecías autocumplidas” y desestabilizaron el mercado de bonos. Algunos economistas exigieron que se rompiera este círculo vicioso con la emisión de “Eurobonos”, bonos del Estado emitidos conjuntamente por la UE o los países de la zona euro. Sobre todo Alemania, pero también Francia, Austria y los Países Bajos rechazaron la propuesta, ya que Eurobonos debilitarían el incentivo para la disciplina presupuestaria en los estados más endeudados (Schüle 2016).

Si bien el rechazo de los Eurobonos y el Pacto Fiscal Europeo volvió a hacer que la lucha contra la crisis de la deuda fuera responsabilidad de los estados individuales, el BCE interpretó su mandato monetario cada vez más ampliamente. Al comprar deliberadamente bonos de los países que sufrían de mala calificación, pudo reducir las tasas de interés excesivas sobre estos bonos. El anuncio del presidente del BCE Draghi en julio de 2012 de hacer todo lo posible en el mandato del BCE para preservar el euro, y el anuncio de una nueva caja de herramientas, los “Outright Monetary Transactions” (OMT), estabilizaron los mercados financieros. Los OMT, cuando se aplican, incluyen la compra de bonos soberanos de países que toman préstamos bajo el “paquete de rescate de ESM” y siguen las restricciones fiscales asociadas. El BCE justificó su intervención en favor de países seleccionados con su misión de contribuir al funcionamiento de los mercados financieros. Los críticos, sin embargo, la acusaron de extender su mandato a un nivel fuera del Tratado de Funcionamiento de la UE (TFUE) (Schüle 2016).

3) Tercera fase: la “flexibilización cuantitativa” (*quantitative easing*)

Como resultado de la política de austeridad, la inflación de la zona euro cayó. Además, los precios del petróleo descendieron desde junio de 2014.¹² En los países afectados por los programas de austeridad, descendieron los precios de consumo. En una deflación, sin contramedidas de política monetaria, suben las tasas de interés reales y conducen a una disminución de la actividad de inversión privada. Además, los consumidores privados posponen las compras de bienes duraderos ya que esperan que los precios continúen cayendo. Entonces, bajan la demanda agregada y la utilización de capacidad. Impulsada por la recesión de austeridad, podría desarrollarse una depresión prolongada.

Tabla 1: Tasas de inflación en 2014

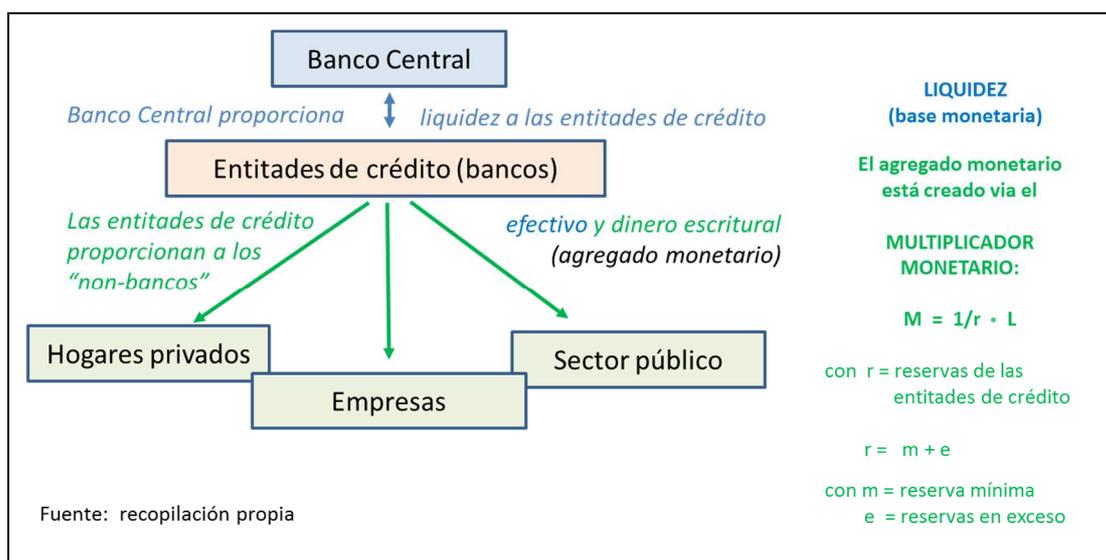
Zona euro	Alemania	Grecia	Italia	Portugal	España	Chipre
0,40%	0,20%	-1.3%	0,20%	-0.2%	-0.2%	-0.3%

Fuente: Eurostat

¹² El precio de un barril de crudo Brent cayó de USD 114.05 en junio de 2014 a un mínimo de USD 30.26 en enero de 2016.

Dado que no sólo la inflación, sino también la deflación violan el objetivo de estabilidad de precios, el BCE se vio obligado a tomar contramedidas en forma de una expansión masiva del suministro de liquidez. Esta forma de política monetaria, llamada “flexibilización cuantitativa” (monetary easing), se aplica en la crisis para evitar que la caída del multiplicador monetario provoque una caída en el agregado monetario. Los EE.UU. utilizaron con éxito la flexibilización cuantitativa durante los años 2008 y 2009.

Cuadro 5: Relación esquemática entre liquidez (base monetaria) y agregado monetario



Después de recortar las tasas de interés en varias etapas, el Consejo de Gobierno del BCE decidió lanzar un programa ampliado de compra de activos (Expanded Asset Purchase Programme [APP]) en enero de 2015. Este programa de flexibilización cuantitativa se extendió hasta 2018, el volumen se ajustó varias veces.

La compra de valores tiende a elevar los precios de los valores afectados, causando que su rendimiento en el mercado caiga. Como resultado, los rendimientos de otros bonos, y por lo tanto las tasas de interés a largo plazo, tienden a disminuir en general. Esto, a su vez, puede estimular la demanda de préstamos de empresas y consumidores y así estimular la economía. Además, el nivel más bajo de las tasas de interés tiende a drenar el capital en los países donde las tasas de interés son más altas. Dichas salidas de capital debilitan la moneda nacional, lo que a su vez estimula la exportación. Esto también estimula la economía doméstica (Deutsche Bundesbank 2015, 207).

Como resultado, la política de flexibilización cuantitativa llevó el crecimiento del agregado monetario a un nivel recomendable entre 4,5 por ciento y cinco por ciento. En mayo de 2016, la tasa de inflación estuvo por debajo de cero por última vez, alcanzando su objetivo de 2.0 por ciento en junio de 2018.

4. Resultados económicos de las políticas elegidas

4.1 Recuperación económica 2010

El rescate bancario y la estabilización de la demanda keynesiana parecían funcionar en casi todos los países de la unión monetaria. La recuperación económica se basó principalmente en el crecimiento del gasto público, mientras que la inversión, en particular en la construcción, disminuyó hasta mediados de 2010. El consumo privado, que se contrajo hasta fines de 2009, mostró un crecimiento acelerado cada trimestre del año 2010.

La tasa de ahorro de los hogares jugó un papel especial. Aumentó notablemente en 2008 y 2009, alcanzando un récord del 15,2 por ciento del ingreso familiar en el cuarto trimestre de 2009. Obviamente, fue el fenómeno del “ahorro por miedo”.

“Un factor clave que puede haber influido en las decisiones de ahorro de los hogares durante la recesión fue la incertidumbre acerca de las perspectivas de renta futura a la luz de la crisis financiera y de la desaceleración de la actividad económica... Así pues, la seguridad del empleo fue motivo de especial preocupación para los hogares, incitándoles a reducir el gasto y aumentar el ahorro por precaución. Sin embargo, desde el final de la recesión, el indicador de confianza de la Comisión Europea sugiere que los hogares muestran un mayor optimismo respecto a la situación económica y, en particular, a la evolución del desempleo en la zona del euro. Esta puede ser una de las razones por las que las tasas de ahorro de los hogares se redujeron en 2010” (BCE 2011, 72).

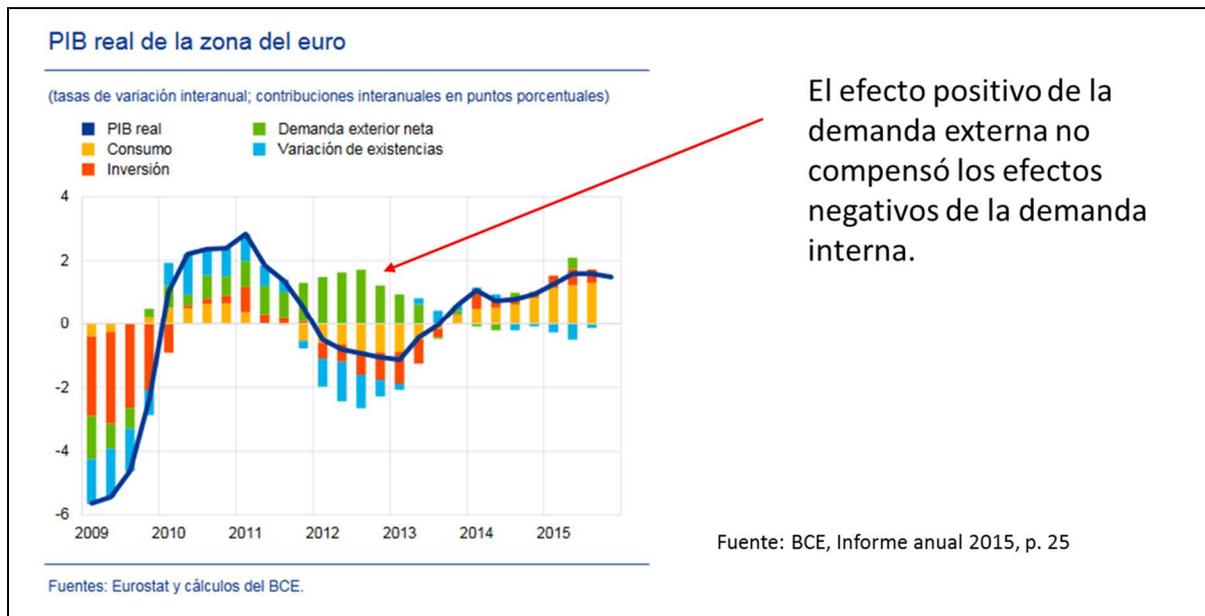
Se puede concluir que los responsables del BCE y los gobiernos europeos estaban convencidos de que la recesión había sido superada y la zona euro ya en la fase de recuperación. Un número de otros indicadores apoyó este punto de vista: la tasa de crecimiento de M3 había disminuido desde un nivel muy alto de más del 12 por ciento en 2007 a cero a finales de 2009 e incluso levemente debajo de cero al inicio de 2010, luego subió a finales de 2010 a valores superiores al dos por ciento. Los préstamos aumentaron de nuevo, la deuda corporativa cayó y la tasa de inflación alcanzó el objetivo del 2,0 por ciento a finales de 2010. De manera similar, los indicadores positivos en América del Norte y el Reino Unido sugirieron que ya se había superado la peor recesión desde principios de la década de 1930.

4.2 Pobreza y desempleo en los países mediterráneos

Mientras que la recuperación económica continuó en los EE. UU. y el Reino Unido, la zona euro volvió a la recesión en 2011 como resultado de la crisis de la deuda y la política de austeridad.

La caída de los salarios reales, en particular en Grecia, Chipre, Italia, Portugal y España, pero también en otros países de la zona del euro, provocó un descenso de la demanda y, en consecuencia, de la utilización de capacidad. Una brecha de producción negativa cada vez mayor señaló el camino de la eurozona hacia la depresión.¹³ Aunque la caída de los salarios había llevado a un efecto estabilizador en la economía del comercio exterior, esto no pudo compensar su impacto negativo en la demanda interna.

¹³ Diversas estimaciones de la producción potencial y la brecha de producción se encuentran en Jarocinski y Lenza (2016).

Cuadro 6: Desarrollo del PIB^{real} en la zona euro

Como era de esperar, la política de austeridad provocó un aumento drástico del desempleo y una disminución de los ingresos familiares. En Grecia, por ejemplo, se realizaron un total de 12 recortes de pensiones entre 2012 y 2018 y los salarios nominales disminuyeron alrededor de un 30 por ciento. El poder adquisitivo de los griegos, que anteriormente se situaba en el 93 por ciento del promedio europeo, cayó al 68 por ciento, con un índice de inversión que cayó del 20 al 8 por ciento. El sistema de salud estuvo a punto de colapsar en 2016. Pero la mitad de los préstamos todavía están amenazados de incumplimiento; en la UE son cuatro por ciento.

El mayor problema para la política de Europa es la percepción completamente contraria de las causas de la crisis: mientras que en los países donantes, como Alemania, la opinión pública le preocupa que los deudores nunca reembolsen los créditos, mucha gente en los países endeudados busca culpar a Alemania porque el gobierno alemán jugó un gran papel en el diseño de los programas de austeridad.

Al mismo tiempo, muchos en los "nuevos" estados euro-miembros de Europa central y oriental (los países bálticos, Eslovenia, Eslovaquia) no quieren contribuir a los salvavidas por sus niveles de ingreso todavía son más bajos que el italiano o español.

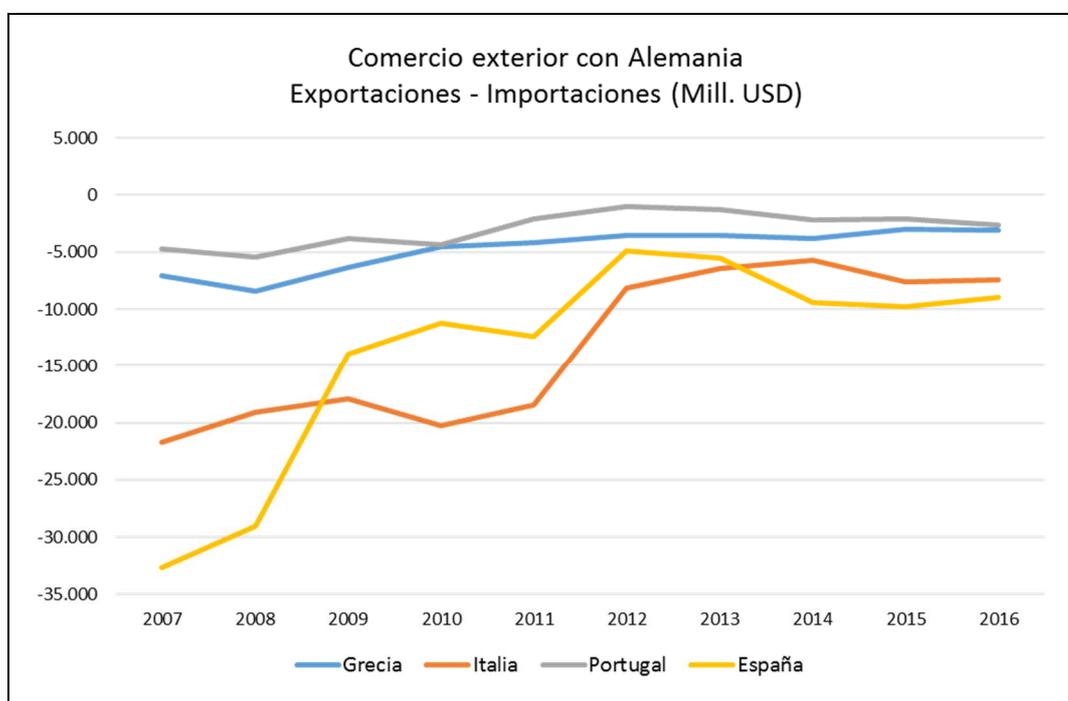
4.3 Reducción de los desequilibrios en la balanza de pagos

La idea básica de la política de austeridad era restablecer la competitividad de los precios de los países mediterráneos mediante una reducción en los costos laborales unitarios para, finalmente, reducir los desequilibrios en la balanza de pagos, especialmente en la cuenta corriente. En 2011, se introdujo un nuevo mecanismo de control a nivel de la UE para identificar los desequilibrios macroeconómicos. Dicho sistema se puede considerar como "indicador avanzado". El "Procedimiento de desequilibrio macroeconómico" (Macroeconomic Imbalan-

ce System) está basado en un “Informe de alerta” (Alert Mechanism Report) que enumera una serie de índices macroeconómicos. Si este informe identifica discrepancias en unos índices, que pueden provocar desequilibrios en la balanza de pagos y en las finanzas públicas, se hace un análisis detallado para el país en cuestión. Esto lleva a recomendaciones de la Comisión al Gobierno de los Estados miembros (Europea Comisión 2018).

Se alcanzó el objetivo de reducir los desequilibrios de comercio entre Alemania y los países mediterráneos descritos en el apartado 2.2. Cuadro 7 muestra se redujeron los déficits de estos países en el comercio con Alemania. Sin embargo, no se puede concluir que estos países ahora están exportando más productos a Alemania que antes. En parte, por ejemplo en el caso de Grecia, la disminución del déficit comercial se debe al hecho de que –como resultado de la recesión– las importaciones han disminuido aún más que las exportaciones.

Cuadro 7: Comercio exterior de países seleccionados del euro con Alemania



Fuente: recopilación propia; Statistisches Bundesamt (Oficina Federal de Estadística, Alemania)

Como en casi todas las cifras de exportación e importaciones desagregadas según países destinatarios o proveedores, los datos se limitan a la circulación de mercancías. No se incluyen el comercio de servicios y la renta de factores (por ejemplo, pagos de dividendos de las subsidiarias a la empresa matriz), que ambos son importantes para la cuenta corriente. Las estadísticas que excluyen los servicios muy probablemente distorsionan los resultados porque ignoran el superávit de los países mediterráneos en el sector de turismo. Por lo tanto, hay que notar que la cuota de exportación, es decir las exportaciones como porcentaje del PIB (que incluye los servicios), aumentó en todos los países del cuadro 7.

A primera vista, el aumento de las cuotas de exportación y la reducción de los déficits en el comercio con Alemania se pueden atribuir al desarrollo de los costos laborales unitarios.

Desde 2012, Alemania ha mostrado consistentemente mayores tasas de aumento en los costos laborales unitarios (Tabla 2).

Tabla 2: Desarrollo de costos laborales unitarios en países seleccionados 2010-2017

Cambio del CLU nominal en por ciento del año anterior

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Alemania	-1,2	0,7	3,2	1,9	1,7	1,8	1,6	1,8
España	-1,6	-1	-2,6	-0,6	-0,3	1,4	-0,7	-0,1
Grecia	1	-1,4	-2	-6,9	-1,8	-1,3	-0,2	0,9
Italia	0	0,7	1,4	0,7	0,1	0,7	0,9	-0,2
Portugal	-1,2	-2	-3,2	1,8	-1,3	0	2,1	1,7

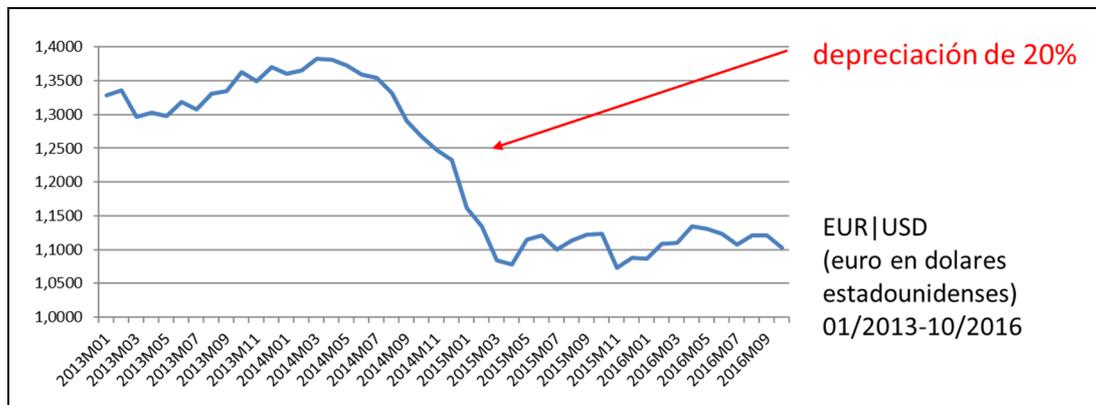
Fuente: Eurostat

Sin embargo, se debe tener en cuenta que la competitividad de Grecia, Italia y España, especialmente en el turismo, no solo aumentó debido a los menores aumentos de costos. Por el contrario, el turismo en estos países creció como resultado de la situación política en el norte de África y Turquía. Por ejemplo, el número de pernoctaciones en hoteles por turistas europeos aumentó en Grecia en un 24,9 por ciento, desde 59 millones en 2012 a 74 millones en 2016. En España, el número subió en un 16,7 por ciento; en contraste, solo un 3,5 por ciento en Italia. El número de pernoctaciones de turistas alemanes creció de 2012 a 2016 un 25 por ciento en Grecia, un 8,1 por ciento en España y un 5,4 por ciento en Italia (Estadísticas de turismo de Eurostat 2018).

4.4 Devaluación del euro y recuperación posterior

El BCE estableció la flexibilización cuantitativa para combatir la amenaza de la deflación. El mecanismo de transmisión más significativo fue la depreciación del euro provocada por el programa. Se produce una devaluación de la moneda cuando la flexibilización cuantitativa provoca un descenso de las tasas de interés y, como resultado, una reestructuración de carteras por los inversores internacionales que finalmente causa la salida de capital extranjero. La depreciación aumenta los precios de las importaciones y, a través de esto, la tasa de inflación. Además, sube la demanda de productos europeos en el extranjero. Esto también tiende a aumentar los precios en el interior.

En un análisis muy detallado, el Deutsche Bundesbank (2017) llegó a la conclusión de que el euro se depreció significativamente el día de la adopción del programa ampliado de compra de activos (APP), aunque las expectativas del mercado ya habían depreciado el euro en las semanas anteriores. Según los cálculos del Bundesbank, el programa causó 6,5 puntos porcentuales de la depreciación del euro frente al dólar estadounidense (que se sumó a 20 por ciento).

Cuadro 8: Devaluación del euro frente al dólar de 2014 a 2015

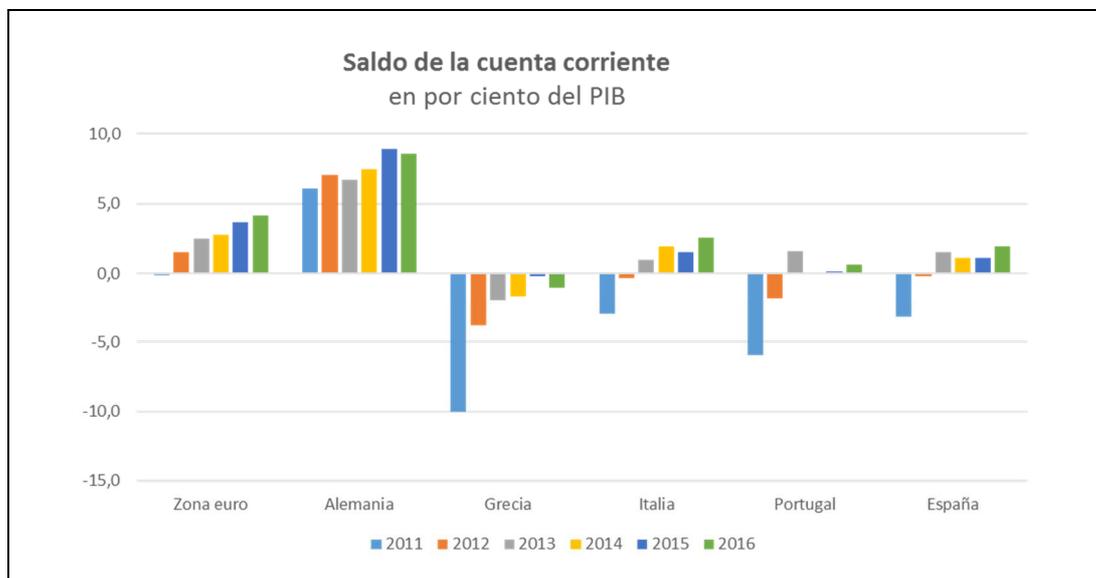
Fuente: BCE

Sin embargo, los déficits en cuenta corriente de los países del euro cayeron incluso antes de la introducción de la flexibilización cuantitativa (Cuadro 9). La zona euro en su conjunto, que todavía tenía una cuenta corriente equilibrada con el resto del mundo en 2011, generó un superávit creciente en la cuenta corriente. Incluso en el período entre el segundo trimestre de 2013 y el segundo trimestre de 2014, cuando el euro todavía se apreciaba frente al dólar, el superávit creció. Obviamente, el aumento del superávit comercial europeo no se explica exclusivamente con la depreciación del euro.

En los países deficitarios del sur de Europa, este efecto puede deberse, entre otras cosas, al hecho de que la disminución de la producción económica en la recesión provocó un descenso de las importaciones, porque las empresas necesitaban menos materias primas y bienes de equipo durante la depresión. Además, los hogares redujeron su demanda de bienes de consumo importados debido a la disminución de sus ingresos.

La economía de la unión monetaria se recuperó notablemente durante el período de la flexibilización cuantitativa. Los principales indicadores económicos, en particular el Indicador de Sentimiento Económico (ESI) publicado mensualmente por la Comisión Europea y el Índice del Gerente de Compras (PMI), mejoraron. La utilización de capacidad aumentó. El PIB alcanzó niveles superiores al potencial de producción a principios de 2017 (Praet 2018). El desempleo disminuyó en casi todos los Estados miembros. En España y Grecia en particular, donde la tasa de desempleo se situó en niveles extremadamente altos de 26 por ciento y 27.5 por ciento respectivamente en 2013, la caída es de 9.6 puntos porcentuales y 7.7 puntos (Eurostat).

Cuadro 9: Saldos de cuenta corriente de la zona del euro y países seleccionados 2011-2016



Fuente: compilación propia; OCDE

4.5 Consolidación de las finanzas públicas

Las políticas de austeridad y la recuperación de los últimos años finalmente redujeron los déficits del sector público. En la mayoría de los países, la recuperación económica condujo a un resurgimiento de los ingresos fiscales, lo que también permitió un aumento cauteloso del gasto público. Como muestra el ejemplo de España, el déficit presupuestario disminuyó desde 2013, con ingresos marcadamente crecientes y un gasto en aumento débil (Cuadro 10). Una imagen completamente diferente surgió en Grecia. La rigurosa política de austeridad obligó a una reducción del gasto público de alrededor del 30 por ciento. La disminución resultante en la demanda agregada provocó una disminución de la producción y pérdidas en el sector privado, una disminución de los ingresos y del consumo y, por lo tanto, una reducción de los ingresos fiscales (cuadro 10).¹⁴

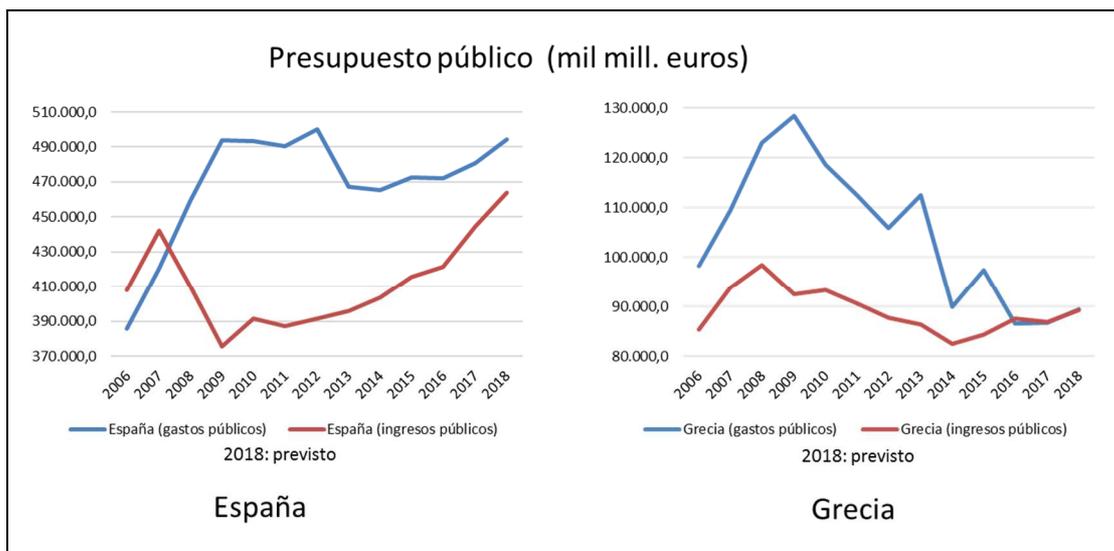
El BCE contribuyó significativamente a mejorar la posición presupuestaria con su política de tasas de interés bajas y la flexibilización cuantitativa. El gasto del gobierno habría sido significativamente mayor en todos los países de la zona del euro, si el banco central no hubiera proporcionado tasas de interés extremadamente bajas. Según las estimaciones del Deutsche Bundesbank (2017), el gasto de interés en la zona euro habría sido casi el 2% del PIB nominal más alto en 2016 si se aplicaran las tasas de interés de 2008.

Así, los gobiernos ahorraron desde 2009 a 2016 casi un billón de euros, o casi el 9% del PIB de la zona euro (Deutsche Bundesbank 2017: 35). Alemania ahorró alrededor de 200 mil

¹⁴ El debate público también destaca la falta de eficiencia del sistema tributario griego. Esto puede contribuir al hecho de que Grecia apenas logra recaudar la deuda tributaria de los griegos ricos. Sin embargo, el efecto de la depresión que conduce a incumplimientos fiscales es independiente de la eficiencia del sistema impositivo.

millones de euros. Esto corresponde acumulativamente al 7.7 por ciento del PIB para el período 2008 a 2016. La disminución en el apalancamiento de Alemania de más del 80 por ciento del PIB en 2010 al 60 por ciento en 2018 se debe principalmente a la política de baja tasa de interés del BCE. También los otros países de la unión monetaria hubieran pagado mucho más en interés. Con un 21 por ciento del PIB, los ahorros en el pago de interés son particularmente pronunciados en Grecia.

Cuadro 10: Desarrollo del presupuesto público en España y Grecia 2006-2018



Fuente: Eurostat

Hay que notar que las tasas de interés no disminuyeron solamente como resultado de las decisiones del BCE. Después de todo, el nivel de las tasas de interés en los mercados de capital depende también de la situación económica. Incluso sin un recorte en las tasas de interés clave por el BCE y sin una flexibilización cuantitativa, las tasas de interés del mercado habrían caído como resultado de la recesión. Sin embargo, no debe subestimarse el papel de la política del BCE en la consolidación de las finanzas públicas.

5. Capacidad limitada para actuar en la próxima recesión

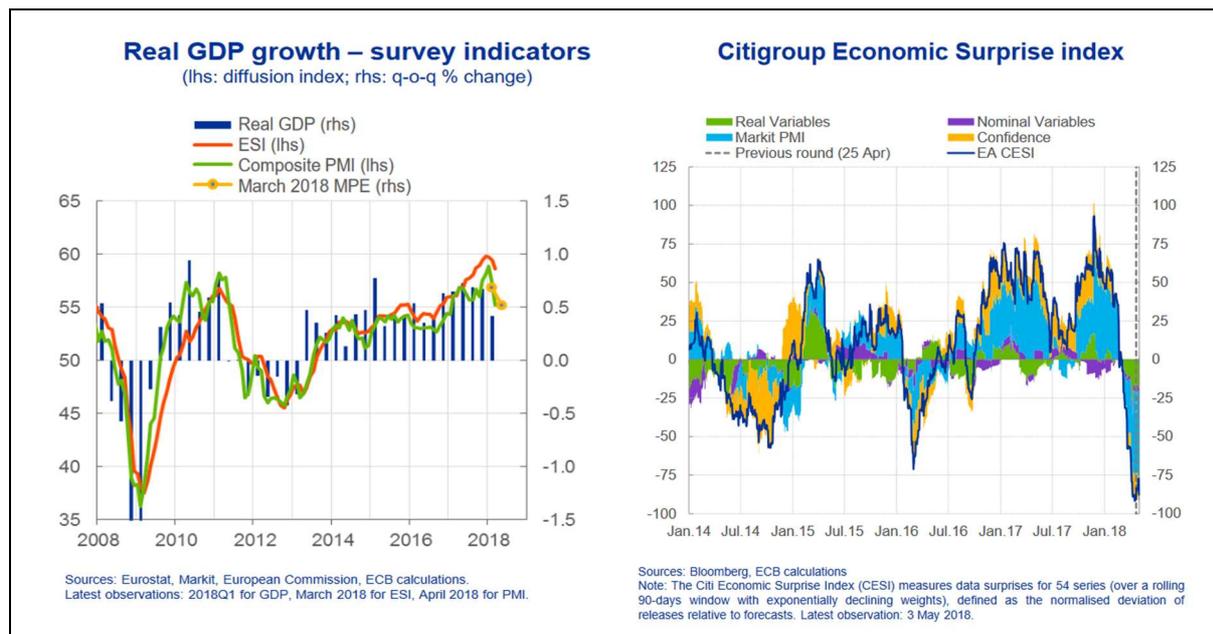
Desafortunadamente, la imagen se nubla en 2018. La economía parece haber pasado el auge a principios de 2018. Una serie de indicadores adelantados, así como el desarrollo de algunos indicadores de presencia lo sugieren:

- El ESI (Economic Sentiment Indicator), un indicador adelantado publicado mensualmente por la Comisión Europeo, alcanzó su pico a fines de 2017 y desde entonces disminuyó ligeramente. Este indicador incluye varios sub-indicadores de la industria, la construcción, las industrias de servicios, el comercio minorista y el consumo privado. Mientras que las empresas en el sector de servicios todavía expresaron confianza en la coyuntura, el índice bajó en la industria: las empresas consideran los pedidos recibidos,

el volumen en la producción y cambios en el almacenamiento con más escepticismo (comisión Europea 2018a).

- El PMI (Índice de Gerente de Compras) también descendió desde el comienzo de 2018.
- El Citigroup Economic Surprise Index, que mide como las cifras económicas se desvían de los pronósticos, señala claramente el próximo estancamiento (cuadro 11).

Cuadro 11: Indicadores económicos para la zona euro en 2018



Fuente: Praet (2018)

Si bien los indicadores económicos apuntan a un comienzo de desaceleración, la política monetaria se encuentra en la fase de una salida cautelosa de la flexibilización cuantitativa:

- La expansión de la liquidez se reduce en varios pasos (04/2017: de €80 mil millones por mes a €60 mil millones; 01/2018: de €60 mil millones a €30 mil millones; 10/2018: de €30 mil millones a €15 mil millones; 01/2019: fin de la expansión de la liquidez)
- Presumiblemente, después del verano de 2019, se elevarán las tasas de interés clave.
- Presumiblemente, a partir de 2020, se reducirá el stock de títulos públicos adquiridos.

Entonces, en 2019, la política monetaria cambiará del efecto expansivo a ser contractiva. Incluso si el BCE abandona el aumento en las tasas de interés frente a una desaceleración, es impensable prolongar o incluso extender la flexibilización cuantitativa. Tampoco se puede bajar la tasa clave a niveles por debajo de cero. Por un lado, esto no debería ser políticamente viable, especialmente porque expirará el mandato del presidente Draghi y el sucesor muy probablemente no comenzará el mandato con una política de “moneda ligera”. Por otro lado, el

BCE ya compró una gran parte de los bonos del Estado negociados en los mercados secundarios.¹⁵

Una *política monetaria anticíclica del BCE* en el caso de la próxima recesión es, por tanto, poco probable. Carece el margen de maniobra –independientemente de la polémica entre los que están a favor y los que están en contra de una política anticíclica.

Una *política fiscal anticíclica* tampoco es probable. Los últimos años de austeridad, parcialmente forzada en los países endeudados por los prestamistas, redujo allí la voluntad de concretar políticas fiscales comunes. Al contrario, surgen movimientos nacionales (y nacionalistas) en muchos de los países. Además, los desafíos del Brexit, de la política aduanera estadounidense y la incertidumbre política en las regiones cercanas absorben mucha capacidad de la UE y limitan la probabilidad de que la UE aborde la cuestión de la soberanía fiscal europea.

Por lo tanto, es de esperar que la unión monetaria no pueda oponerse a la próxima recesión con una política común. Por el contrario, es de esperar que cada Estado miembro responda con su propia agenda fiscal.

6. Resumen

Este ensayo describió las principales líneas de la política económica europea en la crisis de los últimos diez años. Se elaboró la tensión entre una política monetaria común y la falta de una fiscalidad europea que trágicamente provocó la crisis de endeudamiento en partes de la zona euro y produjo el carácter específico europeo de la crisis financiera. Además, se enfocó en el cambio abrupto del paradigma económico como resultado de esta crisis. Se concluye que una política anticíclica y coordinada para oponer la próxima recesión es poco probable.

Por un lado, la política monetaria expansiva a largo plazo del BCE deja poco margen de maniobra en la próxima desaceleración; por otro lado, la política fiscal neoclásica disminuyó la voluntad de concretar políticas comunes en un cercano futuro.

La ponencia se desarrolló en el marco de una conferencia principal en Argentina y se dirige a un auditorio de expertos económicos que muy probablemente no tengan un conocimiento detallado de las instituciones europeas y sus políticas. Así, la redacción carece de muchos detalles que un auditorio europeo tal vez exigiría de una ponencia.

Faltan también las relaciones entre los aspectos económicos, sociales y políticos. Mientras esta elaboración se limita a la política económica, hay que considerar como los defectos de esta política con su “crisis permanente” prepararon el terreno para movimientos nacionalistas y anti-europeos. Aunque la chispa que encendió el nacionalismo surgió de la inmigración descontrolada, sería importante analizar las relaciones entre los defectos de la política económica y los fallos en solucionar problemas en otras áreas políticas.

¹⁵ Surge la pregunta de por qué el BCE no terminó antes con la política monetaria expansiva. El Consejo Económico del gobierno alemán debate en su informe 2017/18 tres motivos: en primer lugar, una salida más rápida de la expansión pone la consolidación de las finanzas públicas en riesgo; en segundo lugar, es de temer que los bancos comerciales, que en algunas partes de Europa - como Alemania - asignaron préstamos a largo plazo con tasas de interés fijas extremadamente bajas, sino también los refinancian a corto plazo, se encontrarán con dificultades de solvencia si las tasas de interés aumentan rápidamente; en tercer lugar, existe el riesgo en algunas partes de Europa de que el auge inmobiliario llegaría a un abrupto final.

REFERENCIAS

- Barnes, Sebastian, Jeremy Lawson & Artur Radziwill (2010), *Current Account Imbalances in the Euro Area: A Comparative Perspective*, OECD Economics Department Working Papers, No. 826, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/5km33svj7pxs-en>
- BCE (2011): Informe anual 2010, Frankfurt.
- BCE (2016): Informe anual 2015, Frankfurt.
- Deutsche Bundesbank (2015): *Geld und Geldpolitik* (dinero y política monetaria). Frankfurt 2015.
- Deutsche Bundesbank (2017): *Monatsbericht* (informe mensual) julio, 35-70.
- Draghi, Mario (2012): Speech by Mario Draghi, President of the European Central Bank, at the Global Investment Conference in London, 26 July 2012, <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html>
- European Commission (2018): *Alert Mechanism Report*. https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/eu-economic-governance-monitoring-prevention-correction/macro-economic-imbalance-procedure/alert-mechanism-report_en.
- European Commission (2018a): *Business and Consumer Report Results*. https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/esi_2018_07_en.pdf
- Eurostat Tourism Statistics (2018): http://ec.europa.eu/eurostat/web/products-datasets/product?code=tour_occ_ninraw&lang=en
- Horn, Gustav A. & Andrew Watt (2017): *Wages and Nominal and Real Unit Labour Cost Differentials in EMU*. European Commission Fellowship Initiative: Challenges to Integrated Markets. Discussion Paper 059 | July 2017.
- Investing.com (2018): <https://de.investing.com/rates-bonds/greece-10-year-bond-yield>.
- Jarocinski, Marek & Michele Lenza (2016): *An inflation-predicting measure of the output gap in the euro area*, ECB Working Paper No. 1966, Frankfurt.
- Landmann, Oliver (2012): *Die Krise der Europäischen Währungsunion*, in: Martin Held, Gisela Kubon-Gilke & Richard Sturm (Hrsg.): *Lehren aus der Krise für die Makroökonomik - Jahrbuch Normative und Institutionelle Grundfragen der Ökonomik*, Band 11, Metropolis-Verlag, Marburg, 252-289.
- Merkel, Angela (2012): *Regierungserklärung von Bundeskanzlerin Merkel zum Europäischen Rat am 13. und 14. Dezember 2012 in Brüssel* (declaración de la Canciller Angela Merkel sobre el Consejo Europeo de los días 13 y 14 de diciembre de 2012 en Bruselas), Berlin, 13.12.2012. <https://www.bundesregierung.de/ContentArchiv/DE/Archiv17/Regierungserklaerung/2012/2012-12-13-eu-rat.html>.
- Micossi, Stefano (2012): *Unholy compromise in the Eurozone and how to right it*. CEPS Policy Brief No. 277.
- Pitty, Roderic (2014): *Disintegrating European Austerity in Greece and Germany*, in: Benjamin Isakhan & Steven Slaughter (Eds.), *Democracy and Crisis. Democratizing Governance in the Twenty-First Century*. Palmgrave Macmillan, 125-146.
- Praet, Peter (2018): *Economic Development in the euro area*. Speech by Peter Praet, Member of the ECB Executive Board at the Swiss Financial Analysts Association, Geneva. 7th May 2018.
- Rajoy, Mario (2011): *El primer punto de un plan económico ha de ser la austeridad* (rtve.es | 07 nov 2011), <http://www.rtve.es/alacarta/videos/elecciones-20-n/rajoy-primer-punto-plan-economico-ser-austeridad/1243460/>.

-
- Sachverständigenrat (2017): *Jahresgutachten 2017/18* (Consejo alemán de expertos económicos: informe anual 2017/18).
- Schüle, Ulrich (2012): *Die Europäische Währungsunion –vom Hoffnungsträger zum Desaster?* (la unión monetaria –de la esperanza al desastre?) in: update. Revista semestral de la Universidad de Ciencias Aplicadas Mainz. 2012, 5-21.
- Schüle, Ulrich (2016): *Europäische Wirtschafts- und Währungsunion, Stichwort im Evangelischen Soziallexikon* (Unión Económica y Monetaria Europea, palabra clave en el Léxico Social Protestante), 9. Aufl., Jörg Hübner u.a. (Hrsg.), Kohlhammer, 423-429.
- WSI-Tarifarchiv (2015): *Pressemitteilung* (comunicado de prensa del archivo sindical alemán sobre convenios salariales) vom 15.Februar.