

SERGIO CESARATTO

# La crisis sin fin de la eurozona: una visión clásica-kaleckiana<sup>1</sup>

Traducción de Fabián Chueca

*Una comprensión profunda de la crisis europea y de las particularidades que presentan los países periféricos, nos obliga a retroceder en el análisis hasta situarnos en el origen, la evolución y las perspectivas sobre las que se ha constituido, no sólo la Unión Monetaria Europea, sino todo el proyecto de integración. El conocimiento de las dinámicas internas que han operado en el plano comercial –generando desequilibrios entre los países y efectos asimétricos en unos y otros–, las políticas de contención salarial en el ámbito nacional y el funcionamiento de las instituciones supranacionales, así como sus intereses, nos permiten comprender las enjundias del proceso de unificación y los efectos recesivos diferenciados en los países miembros. Ello nos permite, en último término, elaborar –de manera esquemática– pero desde una posición privilegiada, propuestas que respondan a nuestra actual coyuntura económica.*

La historia de esta crisis es la historia de una unión monetaria imperfecta. No está claro todavía qué procesos políticos dieron lugar a la Unión Monetaria Europea (UME) nacida el 1 de enero de 1999, cuando se fijaron para siempre los tipos de cambio de la eurozona. Lamentablemente, los economistas tienden a no prestar mucha atención al análisis de los procesos políticos. Es evidente que los líderes nacionales y sus asesores económicos sabían que la Unión Europea no podía considerarse como una de las denominadas zonas monetarias óptimas. Consideraciones de diversa índole pudieron llevar a esta unión imperfecta. Francia e Italia no estaban contentas con el Sistema Monetario Europeo (SME) –el tipo de cambio fijo que precedió a la UME desde 1979 hasta 1999– pensaban que una unión monetaria europea podría estar menos dominada por Alemania que el SME. Es posible que la unificación alemana en 1989 y la caída del telón de acero acelerasen el proceso (tra-

Sergio Cesaratto es economista y profesor en la Universidad de Siena

<sup>1</sup> Doy las gracias a Jorge Uxó por sus comentarios preliminares y a Giancarlo Bergamini por su valiosa ayuda para mejorar la exposición. Este trabajo se basa en el discurso inaugural del encuentro internacional Economy4Youth celebrado en Madrid los días 22 y 23 de noviembre de 2012.

dicionalmente Alemania centraba su preocupación en el este, y quizá se pensó que la unificación monetaria era una manera de afianzarla e integrarla en el oeste, pero no puedo entrar a juzgar si esto es o no una leyenda). Por último, la utilización de la moneda común, permitía a las élites de la periferia importar la reconocida disciplina laboral alemana. Sea como fuere, la Unión Monetaria carecía de las instituciones necesarias que pudieran hacerla funcionar, como el establecimiento de un presupuesto federal con funciones redistributivas regionales altamente recomendado por los planes de unificación anteriores (véase también el clarividente análisis de Kaldor<sup>2</sup> y el posterior de Godley,<sup>3</sup> reseñados por el bloguero Ramanan.<sup>4</sup> La Unión se diseñó en negativo, por así decirlo. Para impedir que los gobiernos nacionales se aprovecharan en exceso de unos tipos de interés más bajos, el Tratado de Maastricht estableció las restricciones fiscales que conocemos a día de hoy; además, se otorgó al Banco Central Europeo (BCE) un estatuto independiente bajo el influjo de un enfoque monetarista con el único objetivo de controlar la inflación (de modo que heredó la función de controlar los salarios alemanes del Bundesbank). El objetivo del pleno empleo se asignó a las políticas nacionales de flexibilidad del mercado laboral, es decir, a estrategias competitivas de devaluación interna. No existió ni un presupuesto federal amplio que se precisaba, no hubo coordinación alguna entre las políticas fiscales y monetarias ni se desarrolló ningún mecanismo para la resolución de crisis bancarias.<sup>5</sup>

Como sabemos, al principio el euro pareció un éxito, sobre todo si se consideraba desde el punto de vista de España, Irlanda y también Grecia. No tanto en el caso de Portugal e Italia: el primero había vivido ya su *boom* impulsado por la demanda en los años previos a la unificación monetaria y se incorporó a la moneda con un saldo negativo de la balanza por cuenta corriente, lo que explica su posterior recesión. Es probable que Portugal e Italia –aunque, naturalmente, esto también afecta a los otros países del sur– comenzaran a sufrir pérdida de competitividad debido a más de un factor: un tipo de cambio real sobrevaluado, la competencia de los nuevos miembros de la Unión Europea (UE) y de las economías emergentes, el estancamiento de la demanda agregada interna que deprimió el crecimiento de la producción tanto en Portugal como en Italia. Como es bien sabido, en España, Irlanda y también en Grecia la demanda interna se sostenía gracias a un *boom* de la cons-

---

<sup>2</sup> N. Kaldor, «The Dynamic Effects Of The Common Market», publicado por primera vez en *New Statesman*, 12 de marzo de 1971 (reeditado como capítulo 12, pp. 187-220, en *Further Essays On Applied Economics*, volumen 6 de la colección *Collected Economic Essays* de Nicholas Kaldor).

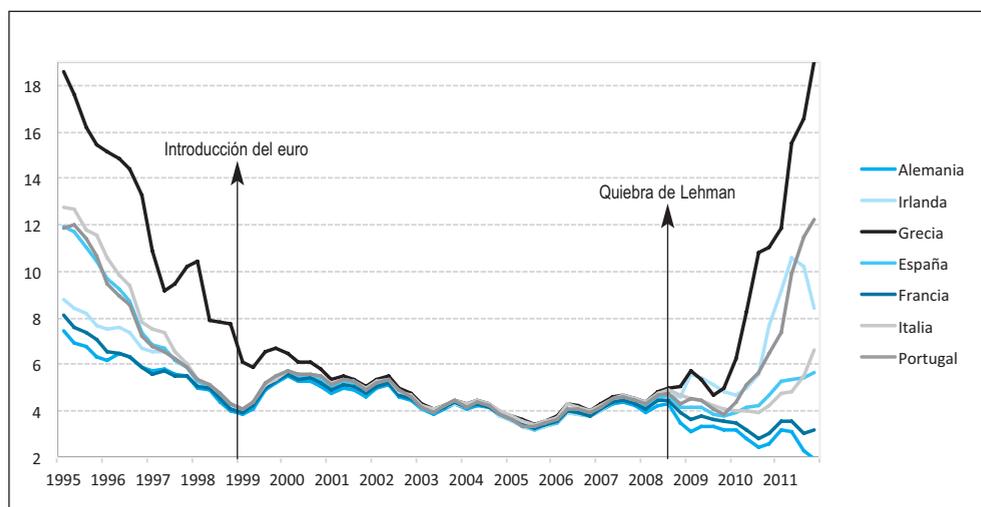
<sup>3</sup> W. Godley, «Maastricht and All That», *London Review of Books*, vol. 14, n.º 19, 8 de octubre de 1992, <http://www.lrb.co.uk/v14/n19/wynne-godley/maastricht-and-all-that>.

<sup>4</sup> Ramanan, «Nicholas Kaldor On European Political Union», 6 de noviembre de 2012, <http://www.concertedaction.com/2012/11/06/nicholas-kaldor-on-european-political-union/>; y «20 Years Of Maastricht and All That», 8 de octubre de 2012, <http://www.concertedaction.com/2012/10/08/20-years-of-maastricht-and-all-that/>.

<sup>5</sup> Para una comparación con la unión bancaria de los Estados Unidos, véase D. Gros, «Banking union: Ireland vs Nevada, an illustration of the importance of an integrated banking system», 27 de noviembre de 2012, <http://www.voxeu.org/article/banking-union-if-ireland-were-nevada>.

trucción alimentado por flujos de capital extranjero. Se ha comparado acertadamente la historia de estos tres países con la de las crisis financieras en las economías emergentes,<sup>6</sup> y se ha puesto de manifiesto que las liberalizaciones financieras y los tipos de cambio fijos pueden conducir fácilmente a un endeudamiento externo a tipos de interés bajos temporalmente (gráfico 1) y a un crecimiento impulsado por la inversión inmobiliaria (gráfico 2, p. 72); a un rápido aumento de la demanda interna (gráfico 3, p. 72); al crecimiento del déficit en cuenta corriente (gráfico 4, p. 73); y al retroceso de la posición neta de inversión internacional( es decir, al crecimiento de la deuda externa neta) (gráfico 5, p. 73) y, por último, a una crisis de la balanza de pagos. El problema viene cuando los inversores financieros extranjeros dejan de refinanciar la deuda externa periférica y comienzan a retirar su inversión (lo que se denomina «interrupciones repentinas y reversión de los flujos de capital»<sup>7</sup>).

**Gráfico 1. Tipos de interés para bonos del Estado a 10 años (%)**

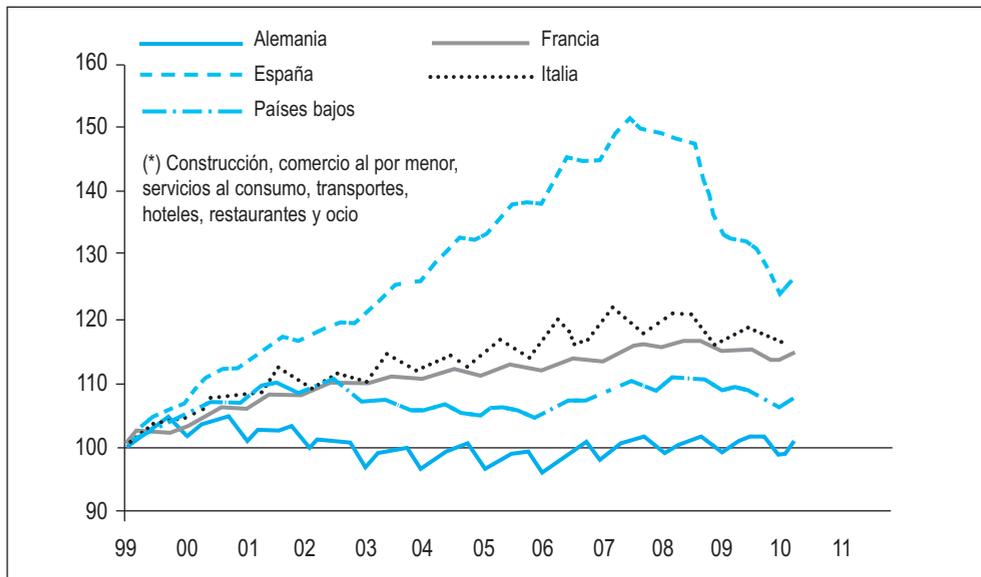


Fuente: Eurostat.

<sup>6</sup> S. Cesaratto, «Controversial and novel features of the Eurozone crisis as a balance of payment crisis», en *Quaderni del Dipartimento di Economia Politica e Statistica*, n° 640, Università degli Studi di Siena, Italia, mayo de 2012; y E. Frenke, «What have the crises in emerging markets and the Euro Zone in common and what differentiates them?», mimeo, 2012.

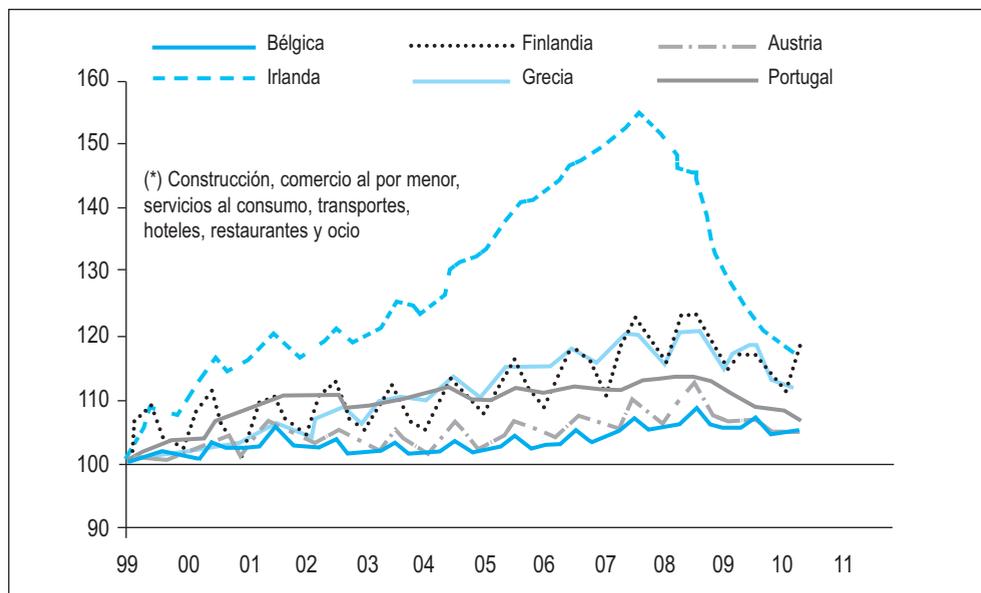
<sup>7</sup> La interpretación de la eurocrisis como crisis de la balanza de pagos es rechazada decididamente por Randall Wray (véase Ramanan, «Not A Balance-Of-Payments Crisis?», <http://www.concertedaction.com/2012/10/27/not-a-balance-of-payments-crisis/>, y mis intercambios con Wray, reseñados en S. Cesaratto S., «Reply to Wray», 29 de agosto de 2012, <http://politicaeconomiablog.blogspot.com.es/2012/08/replica-wray-parte-2.html>; a favor de la interpretación aquí reseñada, véase, entre otros, Pisani-Ferry J., «The known unknowns and the unknown unknowns of the EMU», *Bruegel Policy Contributions*, 18 de octubre de 2012, <http://www.bruegel.org/publications/publication-detail/publication/756-the-known-unknowns-and-the-unknown-unknowns-of-the-emu/>; y J. Yifu Lin y V. Treichel, «The Crisis in the Euro Zone: Did the Euro Contribute to the Evolution of the Crisis?», Banco Mundial, Policy Research Working Paper n° 6127, julio de 2012, <http://elibrary.worldbank.org/content/workingpaper/10.1596/1813-9450-6127>; estos últimos autores ofrecen una interesante panorámica de los casos nacionales).

**Gráfico 2. Evolución del empleo en construcción y servicios nacionales\* (1999:1 = 100)**



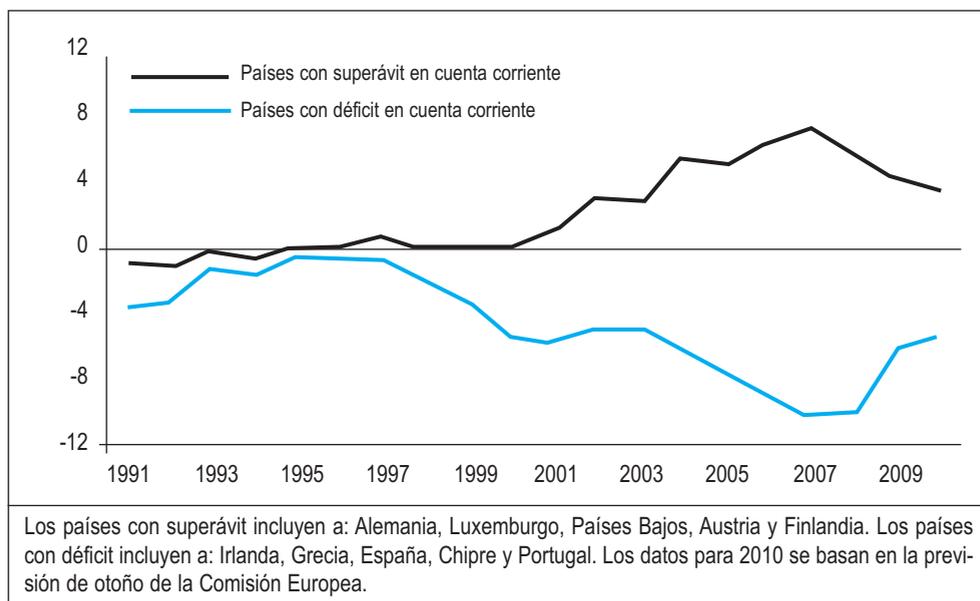
Fuentes: Datastream, Eurostat, Natixis

**Gráfico 3: Evolución del empleo en construcción y servicios nacionales\* (1999:1 = 100)**



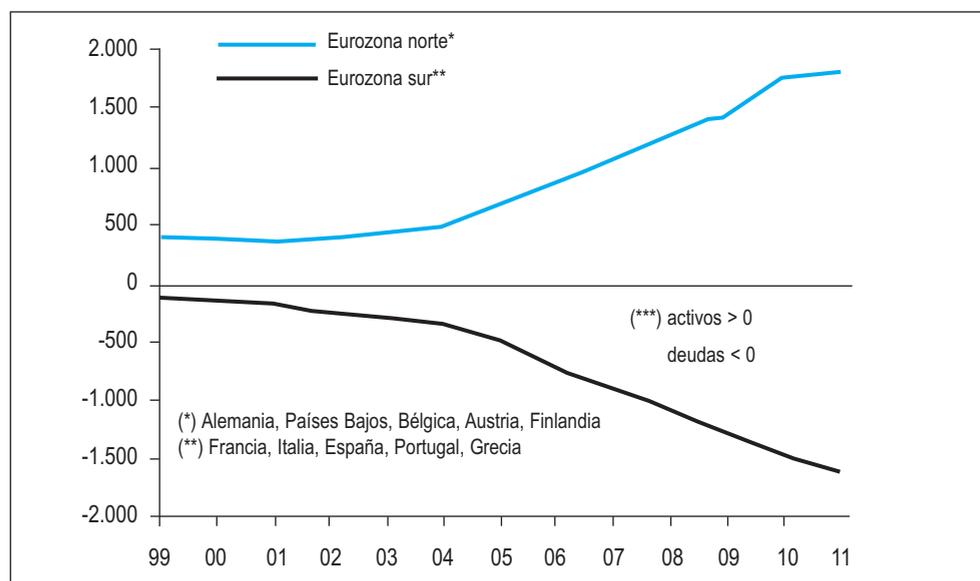
Fuentes: Datastream, Eurostat, Natixis

**Gráfico 4. Posición de la cuenta corriente de los países de la zona euro como % del PIB (1991-2010)**



Fuente: Servicios de la Comisión Europea.

**Gráfico 5. Saldo financiero con el exterior. Diferencial entre activos y pasivos\*\*\* (en miles de millones de euros)**



Fuentes: Datastream, OECD, Natixis

Las peculiaridades del sistema de pagos de la eurozona, el famoso y arcano sistema TARGET2 (véase anexo, p. 85), han impedido que el estallido de la crisis sea el de una crisis de deuda externa típica, con la reestructuración de la deuda y la devaluación de la moneda consiguientes, que ha sido característica de las economías emergentes. En este tipo de crisis, el FMI solía intervenir para garantizar que los países endeudados pudieran seguir pagando los intereses y el principal de su deuda externa (y así el FMI “salvaba” a los bancos del norte); normalmente la deuda se renegociaba, se imponían medidas de austeridad fiscal para conseguir el superávit en cuenta corriente que era necesario para asegurar la capacidad futura de reembolso de la deuda (incluida la contraída con el FMI), además de seguir una devaluación de la moneda que aliviase un poco al país durante este esfuerzo. Es conocido por todos que Argentina, al negarse a reembolsar el 75% de su deuda, eludió las medidas de austeridad del FMI y, ayudada también por la evolución favorable de los precios de sus exportaciones, pudo gestionar una recuperación impulsada por la demanda. Lo que ha ocurrido en Europa es que, por medio de TARGET2, la deuda externa de los países periféricos ha “cambiado de manos”: ha pasado de ser un pasivo de los prestamistas privados (que retiraron sus préstamos) a ser un pasivo del eurosistema.

El economista conservador alemán Werner Sinn está en lo cierto cuando dice que TARGET2 es un «rescate furtivo» de la periferia, aunque omitió señalar la responsabilidad de Alemania en esta historia.<sup>8</sup> También estoy de acuerdo con él en que esta reestructuración de los pasivos no ha conseguido que los créditos alemanes sean más seguros, en contra de la opinión inicial de De Grauwe,<sup>9</sup> inspirada por Whelan,<sup>10</sup> de la que De Grauwe se retractó parcialmente después.<sup>11</sup> En cierto modo, TARGET2 ayudó a ganar tiempo para gestionar la crisis, pero hasta ahora los gobiernos de la eurozona sólo lo han malgastado. Además de no haberse intentado ninguna reforma de la arquitectura institucional, la eurozona ha seguido un diagnóstico erróneo de la crisis que ha conducido a la conocida austeridad y ha empeorado mucho las cosas.

<sup>8</sup> Por ejemplo, H.-W. Sinn y T. Wollmershäuser, «TARGET loans, current account balances and capital flows: The BCE's rescue facility», *International Tax and Public Finance*, vol. 19, nº 4, agosto de 2012, pp. 468-508 (versiones previas: CESifo Working Paper nº 3500, 24 de junio de 2011, <http://www.cesifo-group.de/portal/pls/portal/docs/1/1210631.PDF>, y NBER Working Paper nº 17626, noviembre de 2011, <http://www.nber.org/papers/w17626.pdf>); y H.-W. Sinn, «TARGET Losses in case of a euro breakup», VoxEU.org, 22 de octubre de 2012, <http://www.voxeu.org/article/target-losses-case-euro-breakup>.

<sup>9</sup> P. De Grauwe e Y. Ji, «How Germany can avoid wealth losses if the Eurozone breaks up: Limit conversion to German residents», VoxEU.org, 18 de septiembre de 2012, <http://www.voxeu.org/article/how-germany-can-avoid-wealth-losses-if-eurozone-breaks-limit-conversion-german-residents>.

<sup>10</sup> L. Whelan, «TARGET2: Not why Germans should fear a euro breakup», 29 de abril de 2012, <http://www.voxeu.org/article/target2-germany-has-bigger-things-worry-about>.

<sup>11</sup> P. De Grauwe e Y. Ji, «TARGET2 as a scapegoat for German errors 2», noviembre de 2012, <http://www.voxeu.org/article/target2-scapegoat-german-errors>. Véanse también las aportaciones del bloguero Ramanan, «Why Paul De Grauwe Is Wrong About TARGET2», 17 de septiembre de 2012, <http://www.concertedaction.com/2012/09/17/why-paul-de-grauwe-is-wrong-about-target2/>, y «Money Supposedly Became Fiat and Hence Balance Of Payments Does Not Matter Kind Of Argument», 20 de noviembre de 2012, <http://www.concertedaction.com/2012/11/20/money-supposedly-became-fiat-and-hence-balance-of-payments-does-not-matter-kind-of-argument/>.

## Una interpretación alemana (errónea) de la crisis

De hecho, los gobiernos de la periferia han respaldado esencialmente la interpretación alemana de la crisis, según la cual sus únicos causantes han sido los prestatarios (aunque el SPD (Partido Socialdemócrata Alemán) también acusa de forma imprecisa a la desregulación del sector financiero) y al derroche fiscal de los gobiernos periféricos. Esta interpretación pasa por alto el hecho de que el déficit en cuenta corriente periférico, financiado por los flujos de capital del norte, sostuvo las importaciones procedentes del centro de Europa. Además, olvida que la crisis fiscal también fue consecuencia, en Irlanda y España, del rescate de bancos privados. En el caso de Italia, la deuda pública se remonta a un periodo anterior al comienzo de la crisis en 2008 a pesar de que Italia violó el pacto fiscal en cuantías inferiores las que lo hicieron Alemania o Francia. En el caso de Grecia, a pesar de que el Gobierno de centro-derecha griego podría haber dependido en exceso de un incesante apoyo exterior que abarataba su deuda pública, no debemos olvidar que Grecia ha sido también, por otro lado, un mercado excelente para la colocación de las exportaciones alemanas (y posiblemente lo sigue siendo para los armamentos que provienen de Alemania y Francia). Sea como fuere una cosa es clara, los prestamistas son tan responsables como los prestatarios. Pero los países del centro de Europa son los responsables de un aspecto aún más importante si cabe de la crisis: su comportamiento neomercantilista. La liberalización financiera y la caída en el riesgo de devaluación (el «riesgo de convertibilidad», en palabras de Draghi), con el consiguiente endeudamiento de la periferia, han sido de hecho parte esencial de este comportamiento.

---

**Además de no haberse intentado ninguna reforma de la arquitectura institucional, la eurozona ha seguido un diagnóstico erróneo de la crisis que ha conducido a la conocida austeridad y ha empeorado mucho las cosas**

---

Se trata en realidad de una historia antigua.<sup>12</sup> Desde los primeros años de la década de 1950, Alemania aprovechó los tipos de cambio fijos para proceder conforme a un modelo de crecimiento impulsado por las exportaciones, lo que se ha calificado acertadamente de «mercantilismo monetario» (siguiendo a Holtfrerich).<sup>13</sup> Los tres pilares institucionales del modelo alemán sustentado por la baja inflación eran:

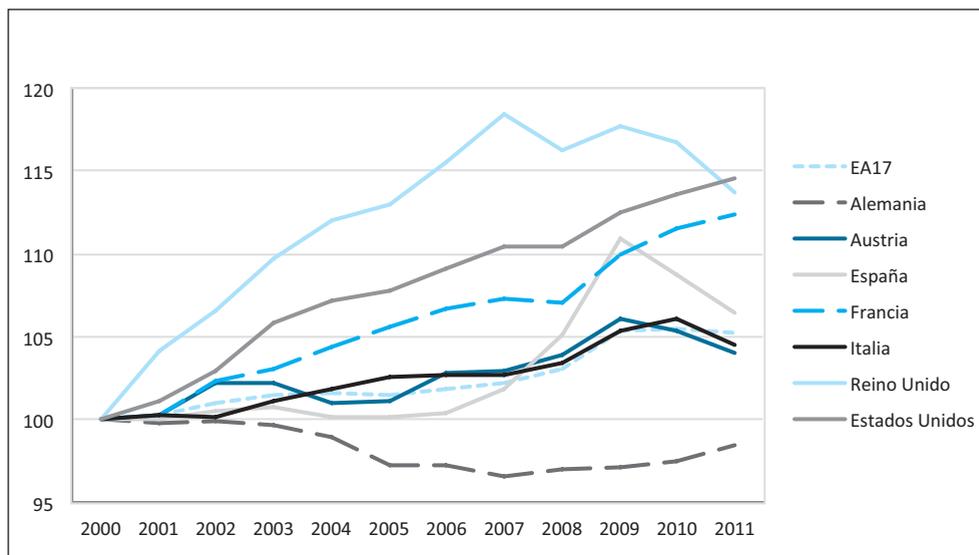
<sup>12</sup> S. Cesaratto y A. Stirati, «Germany in the European and Global Crises», *International Journal of Political Economy*, vol. 39, nº 4, invierno 2010-2011, pp. 56-87; versión documento de trabajo: <http://www.econ-pol.unisi.it/dipartimento/it/node/1267>.

<sup>13</sup> C. L. Holtfrerich, «Monetary Policy under Fixed Exchange Rates (1948-70)», en E. Baltensperger (ed.), *Fifty Years of the Deutsche Mark. Central Bank and the Currency in Germany since 1948*, Deutsche Bundesbank, Oxford University Press, Nueva York, 1999.

- Un Estado paternalista, tanto en relación con el bienestar general de la clase trabajadora (el célebre Estado social bismarckiano) como con el comercio (el Gobierno alemán sigue claramente una política de comercio exterior y de inversión en el extranjero como máxima prioridad, como nos recordó la dimisión de un presidente de la República Federal que confesó con franqueza que Alemania había enviado tropas a Afganistán por motivos comerciales).
- Un movimiento obrero complaciente;<sup>14</sup>
- El Bundesbank como guardián de la disciplina laboral alemana.

La moderación salarial (gráfico 6), la compresión relativa del mercado interior y el keynesianismo de los otros países permitieron el éxito del modelo: un modelo en el que la búsqueda de superávits comerciales ha promovido la disciplina laboral interna. En sus comienzos, el modelo se vio reforzado por el euro y por las reformas laborales inspiradas por el SPD. Aunque el modelo aseguraba unos salarios relativamente altos, en general iban a la zaga del crecimiento de la productividad,<sup>15</sup> por lo que, siguiendo a Kalecki, podemos considerarlo una vía a través de la cual los capitalistas maximizan el nivel del «excedente interno» –es decir, de lo que les queda del producto social después de haber pagado los salarios– y se deshacen de él (o lo realicen, en términos marxianos), colocándolo en los mercados externos.

**Gráfico 6. Evolución de la compensación real por empleado, deflactor del consumo privado (2000 = 100)**



Fuente: Ameco

<sup>14</sup> Un análisis de los orígenes de esta postura en H. Giersch, K.-H. Paqué y H. Schmieding, *The Fading Miracle: Four Decades of Market Economy in Germany*, Cambridge University Press, Cambridge, 1992, pp. 73-79.

<sup>15</sup> *Ibidem*, pp. 72, 132, 198.

Digresión: una interpretación sencilla de los economistas clásicos/kaleckianos del mercantilismo y sus contradicciones.<sup>16</sup>

$$P = W + \Pi,$$

donde P es el producto social, W es la masa salarial y  $\Pi$  son los beneficios. Tenemos también:

$$P = C + Z + E - M,$$

donde C es el consumo de los trabajadores, que es igual a W si la propensión marginal al consumo de los trabajadores es 1 y la propensión marginal al consumo de los capitalistas es 0; Z es el gasto autónomo de los capitalistas [consumo e inversión en bienes suntuarios financiados con préstamos bancarios. Compartimos aquí el enfoque del dinero endógeno, según el cual, en síntesis, los bancos crean préstamos, los préstamos crean depósitos, los depósitos crean reservas;<sup>17</sup> E son las exportaciones y M las importaciones. Obtenemos entonces:

$$P - W = Z + E - M, \text{ o bien}$$

$$S = Z + X$$

donde S es el excedente de los capitalistas y X la balanza comercial. El excedente de los capitalistas, apropiado por los capitalistas, puede ser absorbido por Z y por las exportaciones netas.

[Podríamos señalar que, puesto que  $S = \Pi$ , y  $S = Z + X$ , entonces  $\Pi = Z + X$ , es decir, que los capitalistas ganan lo que gastan, financiados por los bancos, mientras que los trabajadores obtienen lo que perciben, según la famosa sentencia de Michal Kalecki.]

Si la balanza comercial está en equilibrio,  $X = 0$ , entonces todo el excedente de los capitalistas es absorbido por el consumo y la inversión de los capitalistas. Si no lo está, el excedente "externo" cumple la función de absorber parte de él:  $S - Z = X$ .

Si los países extranjeros periféricos que absorben el excedente "interno" de los capitalistas no tienen oro (o emiten una moneda internacional, por ejemplo dólares estadounidenses), el país del centro tiene que crear poder adquisitivo en favor de la periferia para que ésta pueda financiar el déficit comercial. Téngase en cuenta: a) que el centro no presta "ahorros"; en términos keynesianos-kaleckianos, éstos surgen sólo "al final", como resultado del superávit comercial en el país del centro; b) que los flujos de capital procedentes del centro sostienen el tipo de cambio de la periferia, agravando su falta de competitividad; c) en contra del relato neoclásico, los préstamos exteriores no sólo sostienen ligeramente la inversión en capital fijo, sino sobre todo el consumo y generalmente la inversión inmobiliaria. Por supuesto, el proceso puede continuar siempre que el sector financiero del centro esté dispuesto a financiar a la periferia.

Obsérvese aquí el paralelismo entre la crisis de los EE UU y la de la eurozona. En ambos casos, la burbuja inmobiliaria (y, en términos más generales, el consumo autónomo financiado por el crédito al consumo) dentro de una unión monetaria sostuvo un consumo agre-

<sup>16</sup> Un modelo clásico-kaleckiano completo se examina en S. Cesaratto S., «Neo-Kaleckian and Sraffian controversies on accumulation theory», *Quaderni del Dipartimento di Economia Politica e Statistica*, Università degli Studi di Siena, Italia, <http://www.econ-pol.unisi.it/dipartimento/it/node/1691>.

<sup>17</sup> M. Lavoie, «A Primer on Endogenous Credit-money», escrito para *Studies in the Modern Theories of Money*, editado por L. Ph. Rochon y S. Rossi, diciembre de 2000, [http://aix1.uottawa.ca/~robinson/Lavoie/Courses/2007\\_ECO6183/childguide4.pdf](http://aix1.uottawa.ca/~robinson/Lavoie/Courses/2007_ECO6183/childguide4.pdf).

gado de una clase media empobrecida durante decenios como resultado del estancamiento salarial real. La geografía interna, por así decirlo, cambiaba, pero la lógica era similar. Lo que es diferente, desde luego, es que los EE UU como unión federal plena tuvieron la voluntad y los medios necesarios para abordar la crisis mediante políticas monetarias y fiscales y la aplicación de mecanismos de resolución de crisis bancarias, mientras que la eurozona como unión imperfecta se replegó a comportamientos nacionalistas.

---

La austeridad impuesta a la eurozona ha agudizado la crisis y en este momento, podría decirse que la austeridad es la causa principal de la crisis

---

A pesar de todo, hay muchas cosas que la periferia debe imitar de Alemania, y en este punto el pueblo alemán no debe considerarse en modo alguno como un enemigo. Hay una forma “benigna” de mercantilismo<sup>18</sup> que consiste en un Estado desarrollista que promueve el bienestar y la capacidad productiva. Esta forma de nacionalismo económico no está reñida per se con un crecimiento interno impulsado por la demanda y con la cooperación económica internacional. Pero el modelo económico hipernacionalista alemán ha constituido siempre un problema para la economía mundial y es esencialmente incompatible con el funcionamiento de la eurozona. Se ha definido este modelo como mercantilismo “maligno”. Decir que todos los países de la eurozona deberían imitar a Alemania es una estrategia suicida de deflación competitiva. Como lo resumió Soros, Alemania tiene que liderar o abandonar.

En vista del comportamiento neomercantilista alemán, se ha desarrollado un debate sobre las causas de los desequilibrios comerciales de la eurozona. Una de las tesis hace hincapié en la falta estructural de competitividad del sur, a menudo atribuida a una dinámica salarial insostenible. Otra tesis, más verosímil, sostiene que los desequilibrios comerciales se deben principalmente a: por un lado, la combinación de mercado interno reprimido y moderación salarial en Alemania, y por otro lado, al crecimiento de la inversión inmobiliaria impulsado por la demanda en algunos países periféricos. Esto condujo al aumento de la inflación y a la pérdida de competitividad en los países de la periferia. Según esta visión, los salarios reales no son la causa del aumento de la inflación y de las pérdidas reales de los tipos de cambio, sino que la causa parece ser el sector servicios y bienes no exportables, protegidos de la competencia exterior. España parece ser el ejemplo típico (las familias de los PIGS, como las de *Anna Karenina*, son infelices cada una a su manera, por lo que siem-

---

<sup>18</sup> Referencias en S. Cesaratto, «Europe, German Mercantilism and the Current Crisis», *Quaderni del dipartimento di economia politica*, en E. Brancaccio y G. Fontana (eds.), *The Global Economic Crisis. New Perspectives on the Critique of Economic Theory and Policy*, Routledge, Londres, 2011. Versión documento de trabajo: <http://www.econ-pol.unisi.it/dipartimento/it/node/1173>.

pre resulta difícil generalizar). Lo que Europa parece necesitar no es tanto un cambio estructural en la periferia sino un crecimiento de la demanda agregada impulsado por Alemania. Esto ayudaría a reequilibrar la eurozona. Las reformas generalizadas del mercado laboral y la deflación salarial se han inspirado en un análisis según el cual los problemas de la periferia se deben a unas instituciones del mercado laboral demasiado rígidas y a unos salarios reales demasiado altos –de nuevo un diagnóstico erróneo de la crisis–, afectando negativamente a la demanda del consumo y agravando de ese modo la crisis.

En términos generales, Europa ha hecho demasiado poco y demasiado tarde frente a la crisis. Y eso no es lo peor: la austeridad impuesta a la eurozona ha agudizado la crisis y en este momento, podría decirse que la austeridad es la causa principal de la crisis.

## Las políticas aplicadas

Hasta ahora las principales políticas han sido:

a) *Paquetes de rescate* (Sistema Europeo de Supervisión Financiera, SESF; Mecanismo Europeo de Estabilidad, MEDE): utilizados para rescatar a Grecia, Irlanda y Portugal. Sin embargo, adolecen de un problema básico: los países con dificultades también ponen el dinero, por lo que Italia y España “prestaron” dinero a otros países más pequeños con problemas, para salvar a los bancos alemanes (téngase en cuenta que Alemania presta a tipos de interés muy convenientes, y toma prestado a tipos muy rentables, mientras que en el caso de España e Italia sucede lo contrario). De todos modos, España e Italia no pueden salvarse en el caso de que tengan que ser rescatados (sería un círculo vicioso, alguien que se está ahogando no puede ayudarse a sí mismo); así pues, el único dinero real vendría de Alemania y sería demasiado incluso para este poderoso país hacer frente al rescate. Por si fuera poco, a los países rescatados se les ha impuesto una austeridad contraproducente que empeora la crisis y las finanzas públicas. Claro ejemplo es que a día de hoy todo el mundo sabe que Grecia no podrá pagar los préstamos oficiales que ha recibido (utilizados para salvar a los bancos franceses y alemanes). El nuevo acrónimo de la eurozona podría ser PSP (Participación del Sector Público). El partido de izquierdas griego Syriza, que obtuvo el 27% de los votos en las últimas elecciones políticas, pide la renegociación de la deuda griega según las condiciones que Alemania consiguió al comienzo de la década de 1950. Parece razonable.

b) La *intervención del BCE* se ha limitado desde principios del verano de 2011, a partir del momento en que el banco central compró bonos soberanos de los países periféricos por valor de unos 200.000 millones de euros sin ningún efecto persistente sobre el diferencial de rentabilidad de la deuda soberana. Sólo una garantía ilimitada podría obtener este resultado esperado.

c) La liquidez proporcionada por el eurosistema aseguraba que el sistema bancario de la periferia no se hundiera fruto de las fugas de capitales al centro europeo. Como hemos visto, el pasivo de la periferia respecto a los inversores privados de la Europa del centro ha sido sustituido por el pasivo “oficial” de TARGET2 respecto al eurosistema. Dado que la mayor parte de la fuga de capitales consistía en inversiones previas en deuda soberana periférica, que los inversores extranjeros se negaron progresivamente a refinanciar (renovar), los bancos utilizaron la liquidez para sostener sus respectivas deudas soberanas nacionales.<sup>19</sup> Lo que todo esto ha producido es que bancos frágiles sostengan a Estados frágiles, y Estados frágiles respalden a bancos frágiles. Pero lo que necesitaríamos es el apoyo del BCE a las deudas soberanas y un mecanismo de resolución de las crisis bancarias: un seguro europeo de rescate de bancos y garantías de depósitos (medidas que no pueden dejarse a los gobiernos nacionales). Estos dos mecanismos no afectarían a los contribuyentes de los países del centro mientras la intervención del BCE contenga los tipos de interés soberanos. Los resultados de diversas cumbres europeas han sido decepcionantes en este sentido: no parece vislumbrarse ningún mecanismo europeo de resolución de las crisis bancarias.

d) Desde el verano hasta el otoño de 2011, también se les impuso a Italia y España diversos *paquetes de austeridad*. A Italia además se le indujo a un cambio de Gobierno con la promesa de una intervención del BCE que nunca se materializó. Además, en la primavera de 2012 la UE aprobó el “six pack” (conjunto de seis medidas legislativas) y el pacto fiscal, que ordenaban a los países de la eurozona que equilibraran su presupuesto y redujeran la ratio deuda soberana/PIB en un 60% antes del año 2020. La lógica de la política de austeridad es que su aplicación daría lugar a una mayor credibilidad, y esta a unos tipos de interés más bajos de los bonos de deuda soberana que más tarde ayudaría a la recuperación económica.

Son cada vez más abundantes los datos que indican que esta opción simplemente no funciona ni funcionará. He aquí algunos escenarios recientemente planteados, siendo el segundo el más fiable bajo la consideración de los autores.<sup>20</sup>

e) Tras su célebre declaración de agosto («El BCE está dispuesto a hacer todo lo necesario para preservar el euro. Y, créanme, eso será suficiente»), en septiembre de 2012 Draghi lanzó su plan de Transacciones Monetarias Directas (OMT) [Transacciones Mercantiles Directas (también OMT) es el término con el que el BCE define las operaciones

---

<sup>19</sup> En Italia, por ejemplo, la proporción de deuda pública en manos extranjeras ha descendido del 60% hasta el 30%. Esto no significa, sin embargo, que la deuda externa italiana haya descendido: los préstamos privados sólo han sido sustituidos por pasivo de TARGET2, véase p. XXXX

<sup>20</sup> D. Holland y J. Portes, «Self-defeating austerity?», 1 de noviembre de 2012, <http://www.voxeu.org/article/self-defeating-austerity>.

## Impacto de los programas de consolidación en el PIB

|              | 2011        |             | 2012        |             | 2013        |             |
|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
|              | Escenario 1 | Escenario 2 | Escenario 1 | Escenario 2 | Escenario 1 | Escenario 2 |
| Austria      | -0,2        | -0,1        | -0,2        | -2,1        | -0,3        | -2,9        |
| Bélgica      | -0,6        | -2,2        | -0,7        | -4,3        | -1,6        | -5,2        |
| Finlandia    | 0,0         | -0,9        | 0,1         | -1,8        | -0,1        | -2,2        |
| Francia      | -0,5        | -1,4        | -1,1        | -2,9        | -2,0        | -4,0        |
| Alemania     | -0,1        | -1,0        | 0,0         | -1,9        | -0,1        | -2,2        |
| Grecia       | -2,4        | -4,6        | -6,7        | -13,0       | -8,1        | -13,2       |
| Irlanda      | -0,9        | -1,2        | -1,3        | -3,1        | -2,3        | -5,0        |
| Italia       | 0,0         | -0,7        | -0,7        | -2,6        | -1,9        | -4,1        |
| Países Bajos | -0,6        | -1,9        | -0,7        | -3,3        | -1,1        | -3,9        |
| Portugal     | -3,2        | -4,4        | -5,9        | -7,8        | -7,7        | -9,7        |
| España       | -1,7        | -2,5        | -3,2        | -5,3        | -4,2        | -6,7        |
| Reino Unido  | -0,5        | -2,2        | -1,2        | -4,3        | -1,8        | -5,0        |
| Zona Euro    | -0,5        | -1,5        | -1,0        | -3,1        | -1,7        | -4,0        |

Fuente: Holland y Portes, 2012

de mercado abierto (OMA); en la jerga del BCE, OMA significa operaciones de refinanciación bancaria]: el BCE podría intervenir en los mercados secundarios comprando, en principio, una cantidad ilimitada de bonos soberanos; sin embargo, los países que pidan ayuda deberán suscribir un memorando de austeridad con la Unión Europea por el que cederían su soberanía fiscal nacional. La idea que sustenta el plan OMT es que unos tipos de interés más bajos harán que la austeridad sea un poco menos dura, para evitar un malestar social insostenible (la llamada “fatiga de austeridad”), recuperar la credibilidad y tal vez –una vez restablecida la confianza de los mercados financieros– aparecerá de nuevo el crecimiento y lo que él conlleva. El BCE no comprometió previamente un tipo de interés dado (ni un nivel de diferenciales dado), para poder chantajear en cualquier momento a los gobiernos. De todos modos la reducción no debería ser excesiva si se quieren evitar riesgos morales, es decir, la tentación de eludir las “reformas estructurales”, los recortes en el gasto público y las reformas del mercado laboral. Así pues, el plan OMT no rompe en realidad con las políticas de austeridad cuando está pidiendo a los países periféricos que cedan más soberanía nacional a Bruselas.

Como se sabe, el mero anuncio por Draghi de esta medida determinó una caída de unos 150 puntos básicos de los diferenciales de rentabilidad de la deuda soberana de España e Italia. Esto hizo patente ante la opinión pública que es el Banco Central el que determina los

tipos de interés y no el mercado, a menos que el Banco Central no haga nada. También evidenció que no es necesario que el Banco Central intervenga y compre: el mensaje es suficiente para intimidar a los mercados.

Por último, debemos mencionar también el debate que tiene lugar en Bruselas sobre un Presupuesto Federal Europeo. No es incisivo, se trataría de incluir algún fondo anticíclico que suavice los cambios tendenciales pero no es para nada un verdadero Presupuesto Federal redistributivo. Es más, el pequeño presupuesto existente en la UE va a ser recortado. De hecho, cuando Alemania piensa en una política fiscal europea, lo que propone es asignar a una autoridad fiscal en Bruselas, que sea favorable con la idea de una mayor austeridad sobre los presupuestos soberanos nacionales.

## Políticas alternativas

Cabe esperar que los *eurobonos* no sean una solución definitiva. Al poner todas las deudas soberanas en el mismo cesto, la “credibilidad” de la deuda soberana alemana se vería afectada negativamente y el apoyo político de Alemania menoscabado. La medida necesaria para evitar esto sería un banco central soberano paneuropeo que garantice una deuda soberana europea. Pero si el BCE proporcionase esta garantía, ¿seguiríamos necesitando los eurobonos? Quizá sí, si el cambio de estatutos del BCE va acompañado de una centralización de las políticas fiscales por parte de Bruselas, pero esto no debería de ser así si no seguimos la condicionalidad alemana. La vieja propuesta francesa (aunque no de Hollande) de un *euro-grupo* más fuerte, que debería dejar de ser un club informal para convertirse en el homólogo fiscal institucional del BCE, sería un buen compromiso para evitar un káiser fiscal de la eurozona. En este sentido, los alemanes se han negado siempre a este cambio porque un organismo político sería más fuerte que un organismo técnico como lo es actualmente el BCE.

En relación a las alternativas, pudiera parecer más eficaz la intervención del BCE para calmar los mercados, condicionada por un reglamento fiscal que debería consistir en la *estabilización de las ratios deuda pública/PIB* (no su reducción). Esto estaría en consonancia con las políticas de gasto deficitario, siempre y cuando una política monetaria complaciente mantenga los tipos de interés en un nivel suficientemente bajo.<sup>21</sup> Yo lo llamaría “condicionalidad expansionista” o “condicionalidad keynesiana”. El fundamento es que los ahorros obtenidos de la reducción de los tipos de interés no deberían destinarse a reducir la ratio deuda soberana/PIB, sino a sostener la demanda agregada; mientras, el aumento de los ingresos fiscales contribuirá a la estabilización de la ratio. *Estas líneas conformarían la propuesta más práctica y políticamente razonable.*

---

<sup>21</sup> L. L. Pasinetti, «The Myth (of Folly) of the 3% Deficit/GDP Maastricht “Parameter”», *Cambridge Journal of Economics*, vol. 22, nº 1, enero de 1998, pp. 103-116.

Además necesitamos:

- una *solución a la crisis bancaria y su separación con las crisis de deuda externa*. Algo que sería más fácil si la intervención de los Estados europeos tuviera lugar dentro de una recuperación de la eurozona respaldada por el Banco Central en un contexto de recuperación;
- una política menos estricta en materia de salarios e inflación, para que los salarios puedan subir, especialmente en la Europa del centro, con el fin de sostener la demanda agregada. Para este alcance necesitamos unas instituciones adecuadas, ante todo un BCE colaborador que permita un objetivo de inflación más alto y deje de ser instrumento de control de los salarios alemanes. En vez de destruir a los sindicatos, el sur de la eurozona necesita políticas firmes en materia sindical y de ingresos, además de medidas para la modernización del sector de bienes y servicios no exportables, que es la fuente del diferencial de inflación entre el centro y la periferia.

La periferia tiene muchas más tareas pendientes. En primer lugar requiere una política industrial proactiva e impulsada por el Estado (de nuevo, esto implica la modificación o el incumplimiento de las reglas de la UE que consideran las subvenciones una violación de la competencia), además de imperiosos cambios que se convertirían en enumeraciones interminables, de las que trato de escapar y entre las que lo primordial sería una recuperación coordinada de la demanda agregada.

Hay al menos otras dos alternativas opuestas que vamos a examinar brevemente: una Europa federal y la ruptura del euro.

## Una Europa federal

Los eurófilos optimistas piensan que la crisis es una oportunidad para crear una Europa federal en la que los EE UU podrían ser un buen ejemplo que funciona desde el punto de vista de las políticas fiscales y monetarias, aunque no tanto en lo que se refiere a la política social. Naturalmente, podemos soñar con una Europa progresista, con justicia social y pleno empleo, para lo que deberían reescribirse los tratados siguiendo esas direcciones (incluida la ridícula “Constitución Europea” de la Unión Europea, que dice que el BCE debe ser independiente y mantener ante todo la estabilidad de precios). Debería crearse paralelamente y de forma progresiva un Presupuesto Federal, tal vez en la línea planteada en el informe McDougall de 1977. Pero supongo que no se trata de una alternativa viable dentro de esta generación, y quizá tampoco para la siguiente, dados los enormes costes que implicaría el federalismo pleno y la unión de transferencias fiscales tan temida por Alemania.<sup>22</sup> Además, la reciente experiencia española con Cataluña indica cómo incluso

<sup>22</sup> J. Sapir, «Le coût du fédéralisme dans la zone Euro», 10 de noviembre de 2012, <http://russeurope.hypotheses.org/453>.

estados antiguos y consolidados son frágiles cuando se exponen a conmociones externas (está claro que la austeridad ha generado el resentimiento catalán contra el resto de España, que dicho sea de paso, es un mercado para Cataluña, del mismo modo que el Mezzogiorno italiano lo es para el norte de Italia).

### La ruptura del euro

Es difícil valorar el impacto que tendría la ruptura con el euro, hay opiniones para todos los gustos.<sup>23</sup> Toda decisión al respecto habría de tomarse en secreto. Algo ciertamente difícil por lo que no debería sorprendernos que se abordase en una reunión de emergencia de la eurozona un viernes, a última hora de la tarde, y que los Parlamentos nacionales lo aprobaran durante el fin de semana. Si se apostara por una ruptura, todos los contratos sometidos a la jurisdicción nacional –incluidos los depósitos y los préstamos bancarios– se redenominarían en las nuevas monedas y billetes, cobrados de los bancos sellados. La mayoría de las deudas soberanas podrían ser denominadas en la nueva moneda. No se debe temer a una depreciación excesiva de la nueva lira o de la nueva peseta ya que los alemanes evitarían una apreciación excesiva del nuevo-DM (una depreciación del 20% o el 30% sería lo indicado, como sucedió en 1992 cuando la lira abandonó el Sistema Monetario Europeo). Lo que es seguro es que debería haber un acuerdo político europeo preliminar, y una buena dosis de negociación financiera pacífica después (por ejemplo, en relación con todos los créditos y pasivos oficiales que afecten al eurosistema, incluido TARGET2). Hay que salvar la UE como entidad comercial y política. La salida de Alemania de la UE se podría percibir como la salida fácil a nuestros problemas, pero no subestimamos los retos de gobernanza de un euro del sur europeo. Los gobiernos periféricos deben estudiar la gestión y las consecuencias de una ruptura del euro para tener una carta que jugar a la hora de tratar y negociar con Alemania. Está claro que España, Italia y los otros países más pequeños del sur no pueden soportar esta situación mucho más tiempo. En consecuencia, deben acompañar las propuestas pro-europeas que sean “razonables”, como las que aquí se han expuesto, con la opción de poder seguir “su camino”.

---

<sup>23</sup> E. Dor, «Leaving the euro zone: a user's guide», léseg, Working Paper 2011-ECO-06, octubre de 2011; J. Nordvig, «The Eurozone breakup debate: Uncertainty still reigns», 6 de noviembre de 2012, <http://www.voxeu.org/article/eurozone-breakup-debate-uncertainty-still-reigns>.

## Anexo

### TARGET2: ¿Cómo funciona?

En un sistema de pagos interbancario nacional, cuando los depósitos se trasladan del banco A al banco B, baja el nivel de reservas que el banco A tiene en el Banco Central y sube el de B. Dado el carácter bidireccional de los pagos, estos flujos suelen ser compensados en el mismo día. Cuando los bancos han perdido más reservas de las que reciben, deberán acudir al mercado interbancario para lograr un préstamo por parte de los bancos con excedentes de reservas. Si este mercado dejara de funcionar –como en el caso de la crisis financiera del 2001– el Banco Central prestará el dinero necesario.

En la eurozona, sin embargo, el sistema de pagos interbancarios es el TARGET 2 (Sistema Automatizado Transeuropeo de Transferencia Urgente para la Liquidación Bruta en Tiempo Real) compuesto por el Banco Central Europeo (BCE) y los bancos centrales nacionales. Para comprender su funcionamiento haremos uso de un ejemplo:

Paso 1: Con la implantación del euro, las reservas de los bancos nacionales se encuentran depositadas en el BCE y no en los bancos nacionales como ocurría previamente. En el nuevo sistema, imaginemos que un banco como el Santander (en España) por cuenta de un cliente tiene que realizar un pago derivado de una importación a un banco alemán. El Santander pedirá al Banco de España (BE) que transfiera una parte de las reservas que tiene depositadas en él a un banco alemán, por ejemplo el Deutsche Bank (DB). Operación que se realiza a través del BCE y el Bundesbank quien acreditará la cantidad correspondiente al DB, quien a su vez incrementará las reservas que mantiene en el Bundesbank. Estos movimientos han sido característicos hasta 2008 por los desequilibrios de la balanza comercial. El Santander representaría a otros muchos bancos de la periferia que han perdido depósitos en favor de bancos centroeuropeos, debido a que los pagos por las importaciones realizadas superaban los cobros de las exportaciones en el caso de los países periféricos.<sup>24</sup>



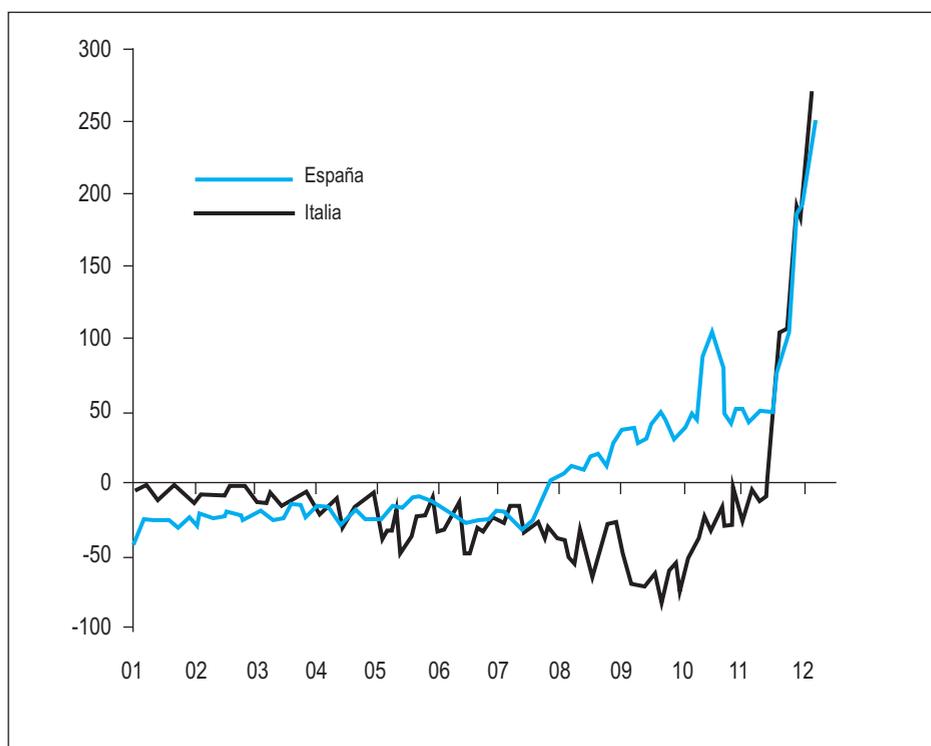
Paso 2: Al recibir el pago el DB por parte del Santander, el primero cuenta con un excedente de reservas que prestará de nuevo al Santander u otros bancos (operación más rentable que mantenerlas inactivas en el Bundesbank), recorriendo el paso 1, esta vez en sentido contrario, llegando al equilibrio. Se cancelaría por un lado el débito que tiene el Santander con el BE y, simultáneamente, su pasivo generado con el BCE a través del TARGET2 (situación habitual antes de la recesión). Simétricamente, por otro lado, se anula el crédito del Bundesbank al BCE

<sup>24</sup> Así lo resume de manera muy acertada el blog de JKH, «TARGET2 – Window on Eurozone Risk», 5 de septiembre de 2012, <http://pragcap.com/wp-content/uploads/2012/09/TARGET2-Window-on-Eurozone-Risk.pdf>.

y del DB al Bundesbank. Los incrementos generados del pasivo fruto de los débitos que mantienen los bancos nacionales de la periferia con los bancos centrales se recogen en el TARGET2 (gráfico 7) que irían compensándose con los activos de los bancos centrales de los países del centro europeo si el mercado sigue funcionando con normalidad.

Con el comienzo de la crisis acontecen dos hechos que generan y agravan los desequilibrios. Por un lado, los bancos alemanes, cuando vencen los préstamos concedidos a los bancos españoles, no los refinancian. Es decir, dejan de prestarles y es en ese momento en el que acuden al BCE en busca de la liquidez que necesitan para seguir operando. Y por otro, comienza una fuga de capitales en el 2011 desde la periferia hacia el centro europeo que intensifica los desequilibrios.

**Gráfico 7. Pasivo neto de TARGET2 – Italia y España**

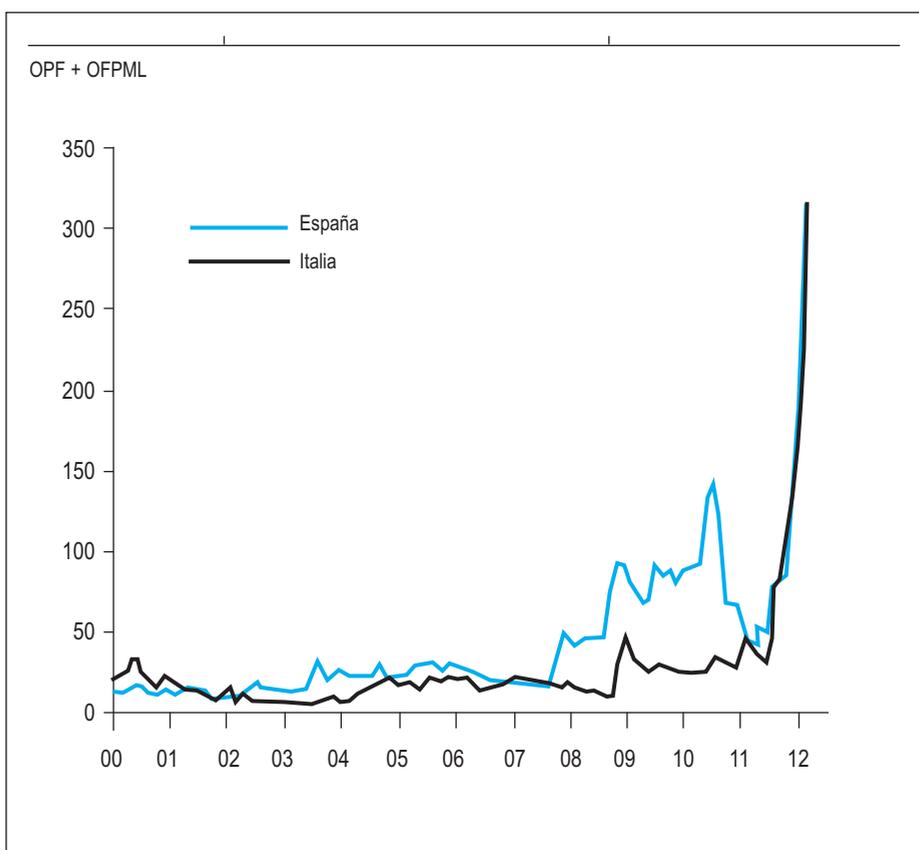


Fuente: Credit Suisse, bancos centrales nacionales

Paso 2 bis: Supongamos que el mercado interbancario de la eurozona se paraliza (como ocurrió a partir del 2009). Se sigue permitiendo la transferencia de depósitos del Santander al DB (por el pago de importaciones o retirada de inversión privada alemana que mantenía en España) pero el Santander no puede recuperar las reservas perdidas a través de un préstamo del DB (recorrido contrario del Paso 2). Por ello, los activos y pasivos derivados de la operación

persistirán y el Santander tendrá que acudir al BE que repondrá las reservas necesarias recurriendo a operaciones de financiación a corto y largo plazo del Eurosistema.<sup>25</sup> El BE interviene en último recurso cuando el sistema se paraliza y la banca nacional se queda sin garantías.<sup>26</sup> Si combinamos los dos aspectos –la creación de posiciones persistentes de crédito (pasivo en el TARGET2) y la creciente concesión de préstamos del BCE a la periferia–, simplemente las reservas que antes prestaba el DB, ahora las presta el BCE. La posición neta de inversión internacional de Alemania es la misma, pero ahora Alemania presta automáticamente a través de T2, un canal “oficial” y ya no de forma privada.

**Gráfico 8. Préstamos a España e Italia del BCE**  
Operaciones principales de financiación + operaciones de financiación a plazo más largo



Fuente: Credit Suisse, bancos centrales nacionales

<sup>25</sup> Estas operaciones semiautomáticas son las operaciones principales de financiación (OPF) y las operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) u otras discrecionales como la ayuda de urgencia en caso de liquidez (AUCL)

<sup>26</sup> JKH, *op. cit.*, 2012, p. 14.

Los crecientes desequilibrios de TARGET2 no sólo reflejan la necesidad de financiar los persistentes déficits en cuenta corriente de la periferia, sino también las interrupciones repentinas y la reversión de los flujos de capital. A partir de 2009 los inversores extranjeros se negaron a renovar (a refinanciar) la deuda anterior de la periferia. Y lo mismo ocurre si tomamos como ejemplo las deudas públicas de la periferia cuando los bancos extranjeros dejaron de refinanciarlas.<sup>27</sup>

---

<sup>27</sup> Una clara explicación de lo anterior la encontramos en M. Cecioni y G. Ferrero, «Determinants of TARGET2 imbalances», Occasional Papers (*Questioni di economia e finanza*), nº 136, septiembre de 2012, [http://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/econo/quest\\_ecofin\\_2/qef136;internal&action=\\_setlanguage.action?LANGUAGE=en](http://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/econo/quest_ecofin_2/qef136;internal&action=_setlanguage.action?LANGUAGE=en).