EL ESTADO Y LA CRISIS GLOBAL A DEBATE

ROLANDO CORDERA CAMPOS
IGNACIO PERROTINI HERNÁNDEZ
COORDINADORES

Programa Universitario de Estudios del Desarrollo
UNAM

MAPorrúa
librero-editor • México

MÉXICO 2016

Esta investigación, arbitrada por pares académicos, se privilegia con el aval de la institución coeditora.

330.972
E79

El Estado y la crisis global a debate / [coordinado por] Rolando Cordera Campos ; Ignacio Perrotini Hernández. – 1ª ed. – [Ciudad de México] : Universidad Nacional Autónoma de México : Miguel Ángel Porrúa, 2016
237 p. ; 17 × 23 cm. – (Serie Las Ciencias Sociales. Tercera Década)

ISBN 978-607-02-8185-3 [UNAM] – ISBN 978-607-524-056-5 [MAP]

1. Economía – México. 2. Economía – Estados Unidos. 3. Política monetaria – Estados Unidos. 4. Política social. 5. Economía del bienestar. 6. Crisis financieras – Europa – Siglo XXI

Primera edición, 20 de septiembre del año 2016

© 2016
Universidad Nacional Autónoma de México
Programa Universitario de Estudios del Desarrollo
ISBN 978-607-02-8185-3

© 2016
Por características tipográficas y de diseño editorial
Miguel Ángel Porrúa, librero-editor

Derechos reservados conforme a la ley
ISBN 978-607-524-056-5

Queda prohibida la reproducción parcial o total, directa o indirecta del contenido de la presente obra, sin contar previamente con la autorización expresa y por escrito de Gemaporrúa, en términos de lo así previsto por la *Ley Federal del Derecho de Autor* y, en su caso, por los tratados internacionales aplicables.

IMPRESO EN MÉXICO *PRINTED IN MEXICO*

Libro impreso sobre papel de fabricación ecológica con vida a 80 años
www.maporrua.com.mx
Chihuahua 34 Progreso-San Ángel, Álvaro Obregón 01080, CDMX

Introducción: el Estado de Bienestar y la crisis

Rolando Cordera Campos
Ignacio Perrotini Hernández

Traditional theory, both classical and neoclassical, asserts that free trade in goods between different regions is always to the advantage of each trading country, and is therefore the best arrangement from the point of view of the welfare of the trading world as a whole, as well as of each part of the world taken separately [...] conditions can exist (and indeed are likely to exist) in which unrestricted trade may lead to a loss of welfare to particular regions or countries and even to the world as a whole-the world will be worse off under free trade than it could be under some system of regulated trade.
Nicholas Kaldor, 1989 [1980], p. 224

What is at stake is not economics but culture; not the standard of living but the quality of life. Economics and the standard of living can just as well be looked after by a capitalist system, moderated by a bit of planning and redistributive taxation. But culture and, generally, the quality of life, can now only be debased by such a system.
E. F. Schumacher, 2010 [1973], p. 278

El presente volumen es el fruto del seminario *La crisis y la sustentabilidad del Estado de Bienestar* organizado por el Programa Universitario de Estudios del Desarrollo (PUED) y auspiciado por la Facultad de Economía y la Asociación de Exalumnos de la Facultad de Economía de la Universidad Nacional Autónoma de México (UNAM), en abril de 2014. El libro reúne los trabajos presentados en las sesiones que disertaron sobre energía en México y el mundo, la crisis de Europa y las economías de Estados Unidos y México.

El seminario convocó a un grupo de economistas, académicos y profesionales, con el propósito de analizar las diversas crisis del capitalismo contemporáneo[1] y discutir las respuestas de política económica anticrisis

[1] La crisis financiera de Estados Unidos (2007-2009), la crisis de la eurozona (2010-2013) y la crisis energética y alimentaria en el mundo.

SINN, H.-W. y T. Wollmershäuser, 2011, "Target Loans, Current Account Balances and Capital Flows: The ECB's Rescue Facility", *CESIFO Working Paper*, 3500.

_____, 2012, "Target Loans, Current Account Balances and Capital Flows: The ECB's Rescue Facility", *International Tax and Public Finance*, mayo, pp. 468-508.

SVENSSON, L. E. O., 1999, "Inflation Targeting as a Monetary Policy Rule", *Journal of Monetary Economics*, 43(3), pp. 607-654.

_____, 2010, "Inflation Targeting", en B. M. Friedman y M. Woodford (eds.), *Handbook of Monetary Economics*, 1a. ed., vol. 3, Amsterdam, Elsevier.

SVENSSON, L. E. O. y M. Woodford, 2005, "Implementing Optimal Policy through Inflation-Forecast Targeting", en B. S. Bernanke y M. Woodford (eds.), *The Inflation-Targeting Debate*, Chicago, University of Chicago Press.

VON HAGEN, J. y S. Mundschenk, 2003, "Fiscal and Monetary Policy Coordination in EMU", *International Journal of Finance and Economics*, 8(4), pp. 279-295.

WOODFORD, M., 2003, *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy*, Princeton, Princeton University Press.

WYPLOSZ, C., 2005, "Fiscal Policy: Institutions *versus* Rules", *National Institute Economic Review*, 191, pp. 70-84.

_____, 2010, "The Eurozone in the Current Crisis", *ADBI Working Paper Series*, 207, marzo.

_____, 2011, "Eurobonds: Concepts and Applications, European Parliament, Directorate General for Internal Policies, Policy Department A, Economic and Scientific Policies", *Economic and Monetary Affairs*, IP/A/ECON/FWC/2009-040/C2, marzo.

_____, 2013, "Europe's quest for fiscal discipline, European Economy", *Economic Papers*, 498, European Commission, Directorate-General for Economic and Financial Affairs, abril. Disponible en ec.europa.eu/economy_finance/publications

Índice

INTRODUCCIÓN: EL ESTADO DE BIENESTAR Y LA CRISIS
Rolando Cordera Campos
Ignacio Perrotini Hernández 5

Capítulo I
ESTADOS UNIDOS Y MÉXICO:
EL ESTANCAMIENTO Y MÁS ALLÁ
Jaime Ros Bosch 31

Capítulo II
LAS ECONOMÍAS DE MÉXICO Y ESTADOS UNIDOS
DESPUÉS DE 20 AÑOS DEL TLCAN
Robert A. Blecker 49

Capítulo III
LA "REVOLUCIÓN ENERGÉTICA EN AMÉRICA DEL NORTE"
Y SUS IMPLICACIONES EN UN MUNDO COMPLEJO Y CAMBIANTE
Ángel de la Vega Navarro 79

Capítulo IV
LA ECONOMÍA DE ESTADOS UNIDOS:
EXPLICACIÓN DEL ESTANCAMIENTO Y DE POR QUÉ PERSISTIRÁ
Thomas I. Palley 101

Capítulo V
EL PAPEL DE LA POLÍTICA MONETARIA DE ESTADOS UNIDOS
EN LA CRISIS: TEORÍA Y EVIDENCIA
E IMPLICACIONES PARA MÉXICO
Ignacio Perrotini Hernández 129

Capítulo VI
La crisis y la sustentabilidad del Estado de Bienestar:
algunas reflexiones sobre la crisis económica
e institucional de Europa. Un escenario divergente
Santos Miguel Ruesga Benito 165

Capítulo VII
La crisis de deuda en Europa:
origen, evolución y perspectivas
Carlo Panico
Francesco Purificato
Elvira Sapienza 209

El Estado y la crisis global a debate editado por la Universidad Nacional Autónoma de México en coedición con Grupo Editorial Miguel Ángel Porrúa, S.A de C.V se terminó el 20 de septiembre de 2016 en los talleres del Grupo Editorial Miguel Ángel Porrúa, S.A. de C.V. ubicados en Chihuahua 23, colonia Progreso, delegación Álvaro Obregón, C.P. 04080, Ciudad de México. La edición impresa sobre papel de fabricación ecológica con *bulk* a 80 gramos, consta de 1,000 ejemplares y estuvo al cuidado de la oficina litotipográfica de la casa editora.

La crisis de deuda en Europa: origen, evolución y perspectivas

Carlo Panico*
Francesco Purificato*
Elvira Sapienza*

Introducción

El objetivo de este ensayo es exponer algunas reflexiones sobre la crisis de deuda en Europa.[1] Se evidenciará tanto que la unión monetaria ha traído a los países de la zona euro beneficios en términos de colocación en el sistema monetario internacional, como que las políticas hasta ahora adoptadas han tenido poco éxito. Se constatará que la solución de los problemas hoy existentes depende de elecciones políticas que las autoridades europeas han tenido que enfrentar otras veces en el pasado. Se trata de elegir si adoptar un enfoque basado en la "cooperación" entre los países participantes, o seguir patrocinando, como se ha hecho en los últimos años, un enfoque centrado esencialmente en los "castigos" de los comportamientos desalineados.

En la actualidad estas elecciones se presentan en la forma de cómo coordinar las políticas económicas de la zona. Los resultados que la Unión Monetaria Europea (UME) entregará a sus ciudadanos dependen de las decisiones de las autoridades europeas de reformar la organización institucional de los procesos de coordinación de las políticas económicas, privilegiando instrumentos que incentiven la cooperación entre las autoridades políticas nacionales. Si, al contrario, las autoridades europeas decidieran mantener

*Profesores, Universidad de Nápoles Federico II, Italia. Correos electrónicos: panico@unina.it, francesco.purificato@gmail.com, sapienza@unina.it. Agradecemos a la Comisión Europea por la financiación del proyecto de investigación "Rethinking Finance for Stability and Growth". Proyecto Marie Curie, FP7 PEOPLE 2012-IRSES, ReFiSt, Número de referencia: FIRSES-GA-2012-319014.

[1] Una versión anterior de este ensayo se publicó en el número 34 (enero 2015) de la revista *Economía UNAM*.

con vida la organización institucional existente y coordinaran las políticas económicas privilegiando instrumentos e incentivos basados esencialmente en los castigos de los comportamientos desalineados, el bienestar de los ciudadanos estaría en riesgo.

El presente capítulo está organizado como sigue: en la siguiente sección discutimos algunos antecedentes históricos de la UME; en la subsecuente comentamos algunos beneficios para los países miembros de la UME en términos de colocación en el sistema monetario internacional y de implementación de la política monetaria. La sección posterior analiza algunos problemas originados por la UME. En la penúltima sección discutimos las soluciones basadas en la cooperación y el castigo que se han adoptado para resolver estos problemas. La sección final presenta la conclusión y las perspectivas de la zona euro.

Antecedentes históricos de la UME

La tentación de administrar las relaciones entre los países europeos usando primariamente instrumentos de castigo ha marcado negativamente la historia de este continente. El Tratado de Versalles de 1919 y, en los años inmediatamente siguientes, la política de los países que habían ganado la guerra, en particular aquélla del primer ministro francés Clemenceau sobre las relaciones con Alemania, son ejemplos de enfoques centrados en los castigos que Keynes (1920) y otros autores destacados de la época criticaron decididamente. Nitti (1923) calificó el Tratado de Versalles y la política francesa de los primeros años veinte como salvajes, incompatibles con la civilización, e intelectual y moralmente decadentes. En la reseña de esta obra, publicada en el diario *The Times* el 8 de enero de 1923, Keynes (1923) elogió las afirmaciones de Nitti, sosteniendo, sin embargo, una posición menos pesimista sobre el futuro. Según Keynes, existía la posibilidad de que la política francesa tuviera un cambio porque era dañina para la misma Francia.

Pocos días después, los ejércitos de Francia y Bélgica ocuparon la región de la Rühr, donde se producía 80 por ciento del carbón y del acero alemán, frente a la declaración del gobierno alemán de no poder pagar las "reparaciones de guerra" impuestas por el Tratado de Versalles. El gobierno alemán respondió con la declaración de "resistencia pasiva". Es decir, pidió a los

ciudadanos participar en una huelga a ultranza para no colaborar con los ingenieros y los técnicos franceses y belgas que llegaron para gestionar las plantas de las empresas alemanas.[2] El enfrentamiento político-militar fue grave y las pérdidas económicas elevadas, lo cual indujo un cambio en las relaciones entre los países interesados. El nombramiento de Gustav Stresemann, antes como canciller y luego como ministro de asuntos exteriores del gobierno alemán, pudo abrir el diálogo con Aristide Briant, ministro de asuntos exteriores del gobierno francés, y la mediación político-financiera del estadounidense Charles Dawes llevaron a una mayor colaboración entre los países europeos y a la concesión de un préstamo estadounidense, que permitieron a Alemania retomar el crecimiento económico y, de esa manera, crear las condiciones para el pago de su deuda.

Con la Conferencia de Locarno (Suiza) de 1925 el clima de cooperación en Europa, promovido por Briant y Streseman, se fortaleció ulteriormente y los resultados obtenidos valieron a los dos estadistas el Premio Nobel de la Paz en 1926. Briant y Streseman siguieron impulsando una campaña para la creación de una comunidad europea, afirmando la necesidad de cooperación y reconciliación entre los países, fortaleciendo la búsqueda de intereses comunes y declarando la renuncia a la guerra como instrumento de política nacional y de resolución de los conflictos. En un discurso pronunciado ante la X Asamblea de la Sociedad de Naciones el 5 de septiembre de 1929, Briant lanzó por primera vez la propuesta de crear una Europa Unida. En octubre del mismo año, desafortunadamente, la crisis financiera estalló y la propuesta de Briant perdió relevancia en el debate internacional. La crisis favoreció el ascenso de formas de nacionalismos agresivos y el objetivo de una Unión Europea basada en los ideales de reconciliación, cooperación, participación y democracia fue sustituido por la búsqueda de una Europa unificada por la dictadura, la violencia, el racismo, la desconfianza y los castigos. Este enfoque llevó a la tragedia de la Segunda Guerra Mundial.

Los ideales de Briant, Streseman, Adenauer, Monet, Spinelli y de otros intelectuales y políticos europeos fueron retomados después de la guerra y llevaron a la institución de la Comunidad Europea, de la Unión Europea y de la UME. Este proceso, si bien ha privilegiado los intereses económicos

[2] El gobierno alemán financió la huelga con emisión de dinero, lo que provocó un aumento explosivo de la inflación.

de los países participantes y la promoción de la integración comercial, no se ha limitado a los aspectos económicos y, ratificando los ideales de los padres fundadores, se ha extendido, desde su origen, a los aspectos sociales, vigilando el respeto de los derechos personales y de la diversidad cultural y el dominio de la política sobre la economía. Los resultados han sido beneficiosos para los ciudadanos europeos. Sin embargo, en línea con lo que ha ocurrido en otras partes del mundo, en años recientes los ideales de los padres fundadores de la Unión Europea han perdido fuerza y las autoridades políticas europeas se enfrentan nuevamente a tener que elegir entre instrumentos de castigo o de cooperación como formas de solución de las relaciones económicas y sociales entre los países europeos.

La introducción del euro ha sido una importante etapa de un proceso puesto en marcha por las autoridades europeas para defender a las economías y a los ciudadanos de la inestabilidad financiera internacional, la cual había empezado a manifestarse en los años sesenta poniendo en discusión los acuerdos de Bretton Woods y provocando su ruptura en 1971. Las primeras respuestas de las autoridades políticas europeas a la inestabilidad cambiaria fue la preparación en 1969 del Informe Barre y en 1970 del Plan Werner, que indicó las etapas para la introducción de una moneda europea única.

Después de la ruptura de los acuerdos de Bretton Woods, los países de la Comunidad Económica Europea (Alemania, Bélgica, Francia, Holanda, Italia y Luxemburgo), junto con Dinamarca, Irlanda, Noruega y Reino Unido, instituyeron en 1972 la Serpiente Monetaria Europea, un sistema de acuerdos de cambio para reducir las fluctuaciones de las divisas dentro de límites preestablecidos, y el Fondo Europeo de Cooperación Monetario, un organismo de control de las situaciones de deuda y de crédito generadas por las intervenciones de los bancos centrales para garantizar el funcionamiento de la Serpiente Monetaria Europea. Algunos años después, en 1979, los países de la entonces Comunidad Económica Europea (Alemania, Bélgica, Dinamarca, Francia, Holanda, Irlanda, Italia, Luxemburgo)[3] instituyeron otro sistema de cambios fijos ajustables, el Sistema Monetario Europeo, que impuso una banda de oscilación cambiaria de 2.25 por ciento entre las divisas europeas y tuvo un funcionamiento satisfactorio hasta el abandono

[3] El Reino Unido, que pertenecía a la Comunidad, entró en el Sistema Monetario Europeo en 1990.

de los controles de los movimientos internacionales de capitales en los países participantes. La introducción de la Serpiente y del Sistema Monetario Europeo perseguía el objetivo de defender las economías de los países participantes, evitando que el riesgo cambiario se trasladara del sector público al sector privado.

En 1989, en concomitancia con el abandono definitivo de los controles de los movimientos de capitales en los países de la Europa continental, la Unión Europea presentó el Informe Delors para promover la introducción de la moneda y de la política monetaria única. El Tratado de Maastricht de 1992 definió las normas para reglamentar la UME y dos años después, en 1994, se creó el Instituto Monetario Europeo, un organismo compuesto por los bancos centrales de la Unión Europea con el objetivo de planear la introducción de la moneda y de la política monetaria única. En 1999 la UME empezó a operar a través de un conjunto de nuevas instituciones creadas para garantizar el crecimiento y la estabilidad de las economías y para defender a los ciudadanos de las consecuencias negativas de la creciente inestabilidad financiera internacional.

Beneficios de la UME

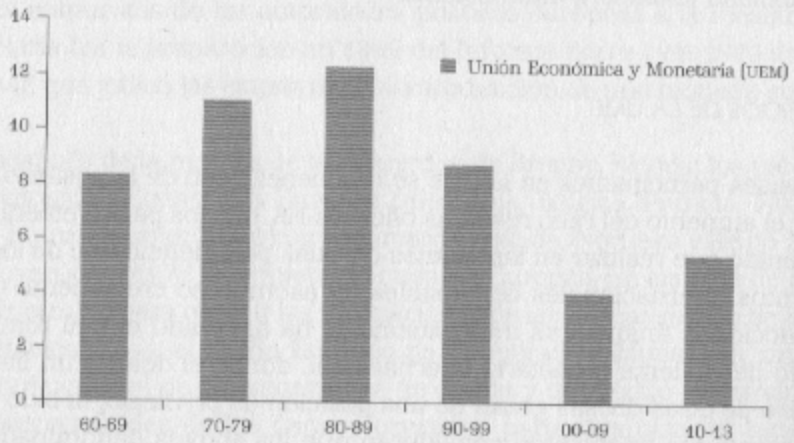
Los países participantes en la UME se han beneficiado de la posibilidad de evitar el aumento del ratio reservas oficiales-PIB, que los países emergentes han tenido que realizar en las últimas décadas para defenderse de los movimientos internacionales de capitales. El asombroso crecimiento de las transacciones financieras internacionales ha agravado el mal funcionamiento del sistema monetario internacional, donde el dólar y un limitado número de otras divisas gozan de una posición de privilegio, debido a que los operadores financieros consideran que los activos denominados en esas divisas tienen una mejor calidad que los otros activos.[4] La existencia de divisas de clase A y de clase B en el sistema monetario internacional genera comportamientos asimétricos entre los países ricos y emergentes. A diferencia de los primeros, los segundos deben acumular una cantidad siempre más grande de reservas oficiales para hacer frente a los movimientos de capitales hacia los países ricos cuando, por alguna razón,

[4] Véase Chapoy (2014) y Prasad (2014).

aumenta la incertidumbre en los mercados financieros y los operadores prefieren invertir en las divisas de clase A. Esta conducta del sistema monetario internacional permite aclarar por qué el dólar se revaluó cuando Lehman Brothers quebró y el sistema financiero de Estados Unidos arriesgó un colapso general.

La evidencia estadística muestra que los países participantes en la UME efectivamente se han beneficiado de los privilegios que gozan las divisas consideradas de mejor calidad por los operadores. La gráfica 1 presenta los datos relativos al ratio reservas oficiales-PIB de los 12 países que en 2002 formaban parte de la zona euro.[5] En promedio, para toda la zona, el valor de este ratio ha subido de 8.3 en la década de los sesenta a 12.3 en los ochenta, para luego bajar a 8.7 en los noventa, cuando la UME se formó, y a 4.1 en la primera década del nuevo milenio.

Gráfica 1
Relación reservas oficiales-PIB, Europa: países seleccionados, 1960-2013
(porcentajes, promedios)



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco Mundial y del Fondo Monetario Internacional, descarga 31 de diciembre de 2014.

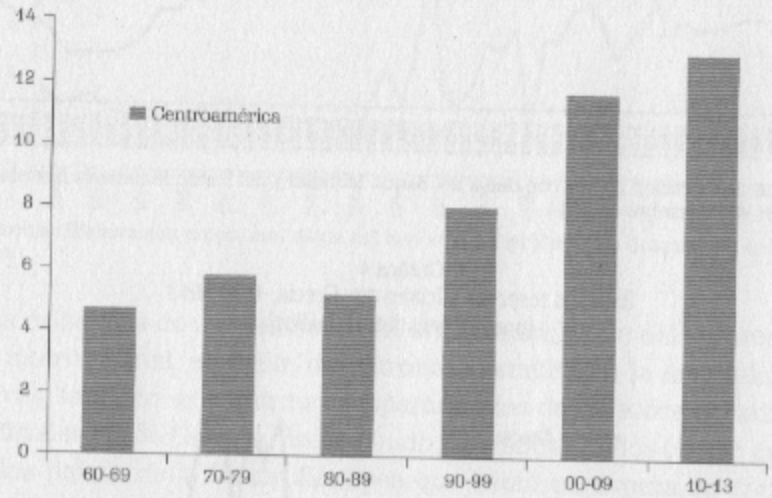
Comparando el ratio reservas oficiales-PIB de estos países de la UME con el de los países de Centro América[6] (véase gráfica 2), se observan pautas

[5] Los países son: Alemania, Austria, Bélgica, España, Finlandia, Francia, Grecia, Holanda, Irlanda, Italia, Luxemburgo y Portugal.

[6] Los países de Centroamérica son: Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Jamaica, geográficamente México pertenece a Norteamérica, Nicaragua, Panamá, República Dominicana.

opuestas. A diferencia de lo que pasa en la UME, el ratio de los países de Centroamérica tiende a crecer en las últimas dos décadas, pasando de valores menores de 6 por ciento de las primeras tres décadas (4.7 en los sesenta, 5.8 en los setenta y 5.2 en los ochenta) a 8 por ciento en los noventa y a 11.7 por ciento en la primera década del nuevo milenio.

Gráfica 2
Relación reservas oficiales-PIB, Centroamérica: países seleccionados, 1960-2013
(porcentajes, promedios)

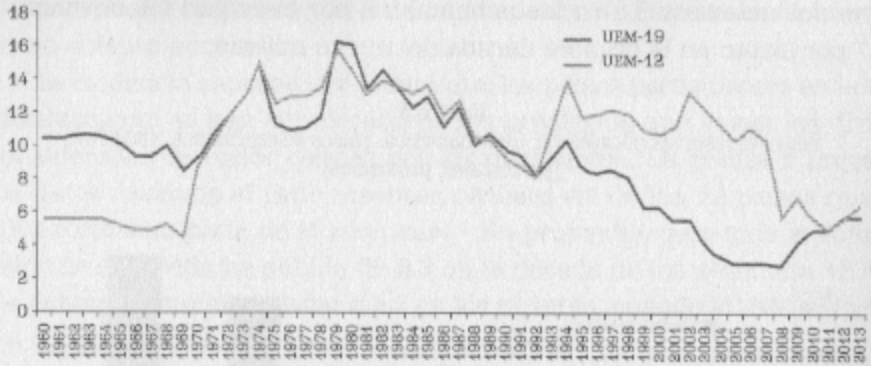


Fuente: Elaboración propia con datos del Banco Mundial y del Fondo Monetario Internacional, descarga 31 de diciembre de 2014.

Los beneficios en términos de reducción del ratio reservas oficiales-PIB, que gozan los países de la zona euro, se notan aún más claramente comparando los datos relativos a los 19 países que ahora pertenecen a la UME con aquellos de los 12 países que la integraban en 2002. La gráfica 3 muestra que el valor promedio de este ratio para los 19 países se ha mantenido más alto que el de los 12 países, bajando sólo cuando los últimos seis países han entrado a la zona euro.[7]

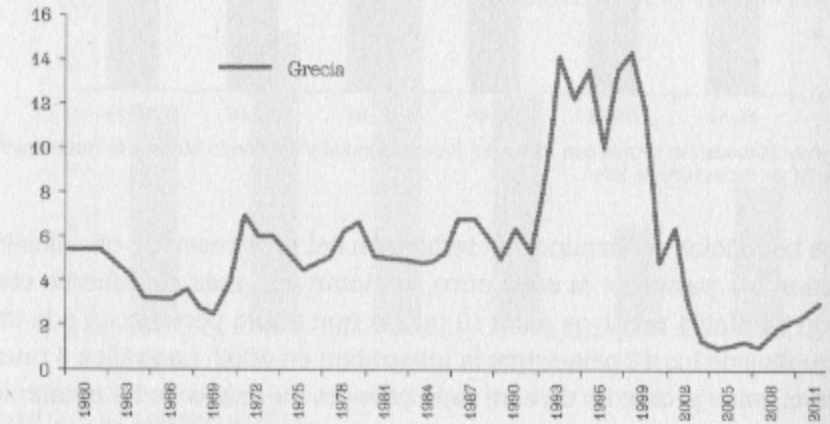
[7] Los últimos siete países que entraron en la zona euro son: Eslovenia en 2007, Chipre y Malta en 2008, Eslovaquia en 2009, Estonia en 2011, Letonia en 2014 y Lituania el 1 de enero de 2015.

Gráfica 3
Relación reservas oficiales-PIB, Europa: países seleccionados, 1960-2013
(porcentajes, datos anuales)



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco Mundial y del Fondo Monetario Internacional, descarga 31 de diciembre de 2014.

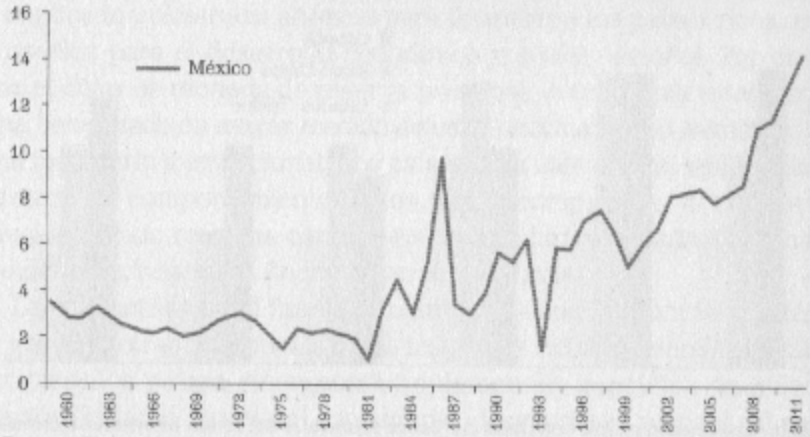
Gráfica 4
Relación reservas oficiales-PIB, Grecia, 1960-2013
(porcentajes, datos anuales)



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco Mundial y del Fondo Monetario Internacional, descarga 31 de diciembre de 2014.

Comparando los valores del ratio reservas oficiales-PIB de Grecia y de México, los beneficios de la participación en la zona euro se observan aún más (véanse gráficas 4 y 5).

Gráfica 5
Relación reservas oficiales-PIB, México, 1960-2013
(porcentajes, datos anuales)



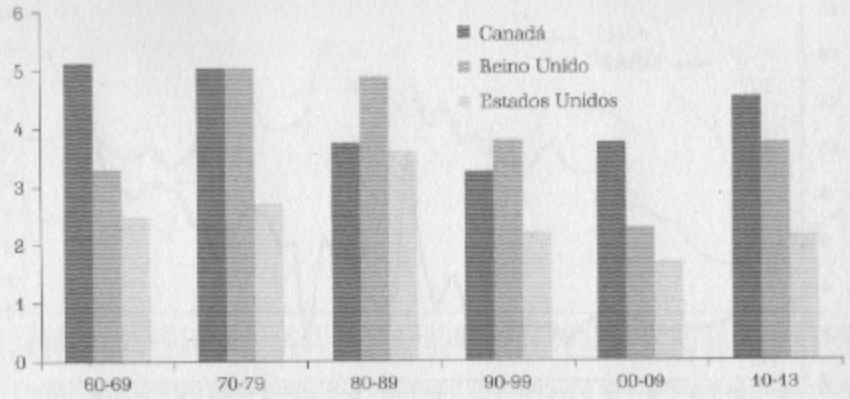
Fuente: Elaboración propia con datos del Banco Mundial y del FMI, descarga 31 de diciembre de 2014.

La existencia de una asimetría en el funcionamiento del sistema monetario internacional, es decir, de patrones distintos en la acumulación de reservas, también se confirma comparando los datos sobre el ratio reservas oficiales-PIB de Canadá, Reino Unido y Estados Unidos (véase gráfica 6) y de los países de la Unión Europea que están en espera de entrar a la zona euro (véase figura 7).[8] Mientras que Canadá, Reino Unido y Estados Unidos han ido reduciendo el ratio reservas oficiales-PIB en las últimas dos décadas,[9] Bulgaria, Croacia, Hungría, Polonia, República Checa y Rumania, que están esperando entrar a la zona euro, han tenido que

[8] Los países de la Unión Europea en espera de entrar a la zona euro son: Bulgaria, Croacia, Hungría, Polonia, República Checa, Rumania. Estos países entrarán a la zona cuando las autoridades europeas reconozcan que han cumplido con los requerimientos establecidos por los Tratados de la Unión. Dinamarca y el Reino Unido firmaron una cláusula de *opt-out* y no tienen la obligación de entrar a la zona euro. Suecia no firmó una cláusula de *opt-out*, pero no entró en los años noventa en el Sistema Monetario Europeo II y no puede cumplir con los requisitos para entrar a la zona euro. Mas, ha tenido en 2003 un referéndum sobre la adopción del euro que tuvo resultado negativo. La Comisión Europea y el Banco Central Europeo declararon que respetarán la decisión de los electores suecos.

[9] Canadá pasó de 5.1 en los años sesenta y setenta, a 3.7 en los ochenta, 3.3 en los noventa y 3.8 en el nuevo milenio. El Reino Unido pasó de 3.3 en los sesenta, a 5.0 en los setenta, a 4.9 en los ochenta, 3.8 en los noventa y 2.3 en el nuevo milenio. Estados Unidos pasó de 2.5 en los sesenta, a 2.7 en los setenta, a 3.6 en los ochenta, 2.2 en los noventa y 1.7 en el nuevo milenio.

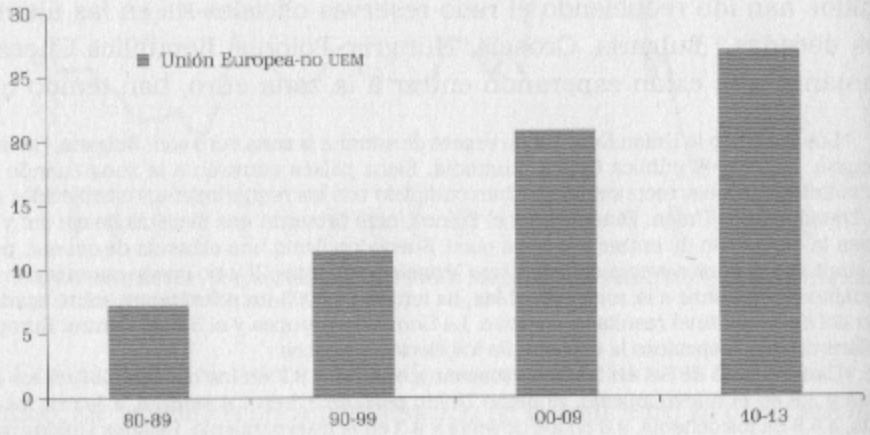
Gráfica 6
Relación reservas oficiales-PIB, países seleccionados, 1960-2013
(porcentajes, promedios)



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco Mundial y del Fondo Monetario Internacional, descarga 31 de diciembre de 2014.

aumentar los valores de este ratio pasando de 7.2 por ciento en los ochenta, al 11.4 en los noventa, al 20.9 en la primera década del nuevo milenio y 27 por ciento en 2010-2013.

Gráfica 7
Relación reservas oficiales PIB, países seleccionados, 1960-2013
(porcentajes, promedios)



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco Mundial y del Fondo Monetario Internacional, descarga 31 de diciembre de 2014.

La información estadística confirma entonces la existencia de comportamientos diferentes sobre la acumulación de reservas oficiales. Los países emergentes han tenido que aumentar el ratio reservas oficiales-PIB, lo que ha implicado utilizar sus ahorros para financiar a los países ricos, en lugar de usarlos para el desarrollo económico y social nacional. Por el rol que tiene el dólar de moneda de reserva principal, la economía estadounidense se ha beneficiado en mayor medida de este funcionamiento asimétrico del sistema monetario internacional. Los países de la UME no han tenido que seguir el patrón de comportamiento de los países emergentes. Al contrario, han reducido el ratio reservas oficiales-PIB en las últimas décadas, evitando usar el ahorro nacional para financiar otras economías.

Las asimetrías en el funcionamiento del sistema monetario internacional generan otras diferencias entre los países ricos y emergentes. Según la literatura, los países emergentes implementan la política de objetivo de inflación (*Inflation Targeting*) con algunas desviaciones respecto al esquema estándar. Esta tendencia se ha reforzado durante la reciente crisis financiera. Céspedes, Chang y Velasco (2013) argumentan que en América Latina la estabilidad del tipo de cambio nominal es un objetivo de la política monetaria sin que los bancos centrales lo declaren explícitamente (véanse también Canales-Kriljenko, 2003; Hüfner, 2004; BIS, 2005; Mántey, 2009; Mimbrera, 2011; Rosas-Rojas, 2011; Capraro y Perrotini, 2012). La tasa de interés a muy corto plazo elegida por los bancos centrales para implementar la política monetaria, no responde sólo a las brechas de inflación (*inflation-gap*) y de producto (*output-gap*), como es prescrito por el modelo canónico de objetivo de inflación (véanse Svensson, 1999; Svensson, 2010; Svensson y Woodford, 2005; Woodford, 2003), sino que está también afectada por la evolución del mercado de divisas y las tentativas de señalar a los operadores financieros la decisión de tomar el tipo de cambio como ancla nominal.

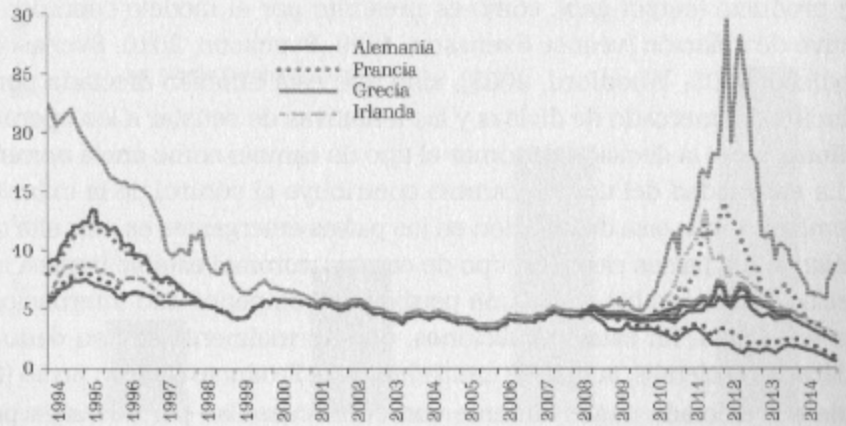
La estabilidad del tipo de cambio contribuye al control de la inflación. Sin embargo, si la tasa de inflación en los países emergentes es más alta que aquélla de los países ricos, un tipo de cambio nominal estable implica una apreciación del cambio real y una pérdida de competitividad internacional de la economía. En estas condiciones, que normalmente se han dado en las décadas recientes, la tasa de crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) puede ser afectada negativamente con consecuencias perjudiciales para los ciudadanos.[10]

[10] Para el caso de México, véase Galindo y Ros (2008).

Mas, cuando los bancos centrales de los países emergentes eligen la tasa de interés a muy corto plazo evitando las salidas de los flujos internacionales de capitales y fuertes y abruptas devaluaciones, ocurre que las tasas oficiales de la política monetaria tienden a ser más altas que aquéllas de los países ricos. Ello conlleva a que toda la estructura de tasas de interés de los países emergentes mantenga una amplia diferencia positiva con aquélla de los países ricos, lo cual afecta negativamente a la tasa de crecimiento del PIB.

La participación en la UME ha evitado a los países europeos algunos de estos problemas. La gráfica 8 compara el comportamiento de la tasa de interés a 10 años sobre la deuda del sector público de Alemania, que representa en Europa lo que la tasa de Estados Unidos significa para América Latina, y aquéllas de otros países de la UME. La gráfica 8 muestra que la diferencia entre las tasas era amplia antes de la introducción de la moneda única, casi desaparece de 1999 hasta el comienzo de la crisis, se incrementó desde 2010 por razones que se discutirán en las secciones siguientes, y está volviendo a valores bajos después de algunas decisiones de arreglo institucional tomadas por las autoridades europeas en el verano de 2012.

Gráfica 8
Tasas de interés del mercado secundario de deuda pública con vencimiento a 10 años, países seleccionados, 1994-2014
(porcentajes, datos mensuales)



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco Central Europeo (BCE), descarga 10 de febrero de 2015.

En conclusión, también la información estadística sobre las tasas de interés muestra que la UME ha traído beneficios a los países participantes evitando, hasta la crisis de deuda de 2010, que tuvieran que implementar políticas monetarias que afectan negativamente la tasa de crecimiento del PIB con consecuencias perjudiciales para los ciudadanos.

Algunos problemas originados por la UME

La crisis de deuda en Europa ha evidenciado la existencia de problemas ligados a la participación en la UME. La literatura ha señalado primariamente dos problemas: las fallas en la organización institucional del proceso de coordinación entre las políticas monetaria y fiscal; los desajustes estructurales en las balanzas de pagos.

Los documentos oficiales de la Unión Europea que proponen las políticas de austeridad para salir de la crisis y los autores que confían en el funcionamiento eficiente de los mecanismos de mercado afirman que la crisis ha sido causada por el comportamiento oportunista de las autoridades políticas de los países involucrados. Éstas han permitido a sus ciudadanos vivir por encima de lo que los recursos de la economía hubieran consentido. Según Sinn y Wollmershäuser (2011, 2012), este comportamiento oportunista de las autoridades políticas nacionales ha generado déficits no sustentables en la cuenta corriente de la balanza de pagos, los cuales se han reflejado, con el pasar del tiempo, en una reducción drástica de los préstamos interbancarios a las instituciones financieras monetarias (IFM) de esas economías. La reducción de los préstamos interbancarios ha sido compensada por el incremento de las transacciones realizadas a través del sistema de pagos TARGET, gestionado por el Eurosistema, y el aumento de estas transacciones ha hecho crecer los llamados "saldos del sistema TARGET", que son débitos y créditos de los Bancos Centrales Nacionales (BCN) de la eurozona con el Banco Central Europeo (BCE).[11]

Según Sinn y Wollmershäuser, la crisis de deuda es una crisis de balanza de pagos similar a las ocurridas durante la era de Bretton Woods. Por tanto, el aumento de los saldos del sistema TARGET tiene el mismo origen

[11] Para un análisis del funcionamiento del sistema TARGET y de sus saldos, véanse Panico y Purificato (2013) y Capraro, Panico, Perrotini y Purificato (2013).

que los saldos de la balanza de pagos en un régimen de tipos de cambio fijo con la siguiente diferencia. En un sistema económico distinto al de una unión monetaria, los déficits de la cuenta corriente de la balanza de pagos se habrían saldado usando las reservas oficiales. Al agotarse las reservas se habría impuesto una devaluación a los países deudores, lo cual implicaría una reducción de los salarios y de los precios internos de las mercancías, expresados en moneda extranjera. Por el contrario, en la UME el aumento de los saldos TARGET ha evitado a los países deudores enfrentarse con la disciplina de los mecanismos de mercado. Según Sinn y Wollmershäuser, las intervenciones del Eurosistema, en lugar de eliminar las causas de la crisis y favorecer el crecimiento, han otorgado a los ciudadanos de los países deudores beneficios que son pagados por los contribuyentes de los países acreedores del BCE, que soportan riesgos adicionales por los créditos de sus BCN al BCE. Esta interpretación de las causas de la crisis lleva a individuar su solución en las políticas de austeridad. En ella se pueden reconocer algunos asertos sobre los comportamientos de las autoridades políticas y sobre el funcionamiento del proceso de coordinación entre las políticas monetaria y fiscal: hay autoridades políticas nacionales virtuosas, que respetan las reglas fiscales de la UME, y otras que no son confiables; las autoridades políticas de los países que han sufrido ataques especulativos no han respetado las reglas fiscales de la UME; el funcionamiento de la unión monetaria permite a estas autoridades hacer pagar los costos de sus comportamientos desalineados a los ciudadanos de los países que han respetado los acuerdos supranacionales en materia fiscal; la organización institucional existente del proceso de coordinación entre las políticas monetaria y fiscal en la UME no logra evitar que algunas autoridades nacionales tengan comportamientos oportunistas a favor de sus electores y con daño a los electores de los otros países; es necesario reformar la organización institucional del proceso de coordinación entre las políticas monetaria y fiscal, imponiendo restricciones claras al gasto público y reforzando las sanciones (es decir, los castigos) contra los países que no respetan las reglas fiscales establecidas.

Algunos expertos del funcionamiento de la UME no comparten esta interpretación. En primer lugar, critican la idea de que los déficits en la cuenta corriente de la balanza de pagos han generado la crisis, exhibiendo análisis empíricos que muestran que las variaciones en los saldos del sistema TARGET se relacionan más con las variaciones en los movimientos de

capitales que con las de la cuenta corriente de la balanza de pagos (véanse De Grauwe y Ji, 2012; Cecioni y Ferrero, 2012; Wyplosz, 2013).[12] Estos resultados permiten interpretar los aumentos de los saldos TARGET como el producto de una crisis de confianza en la capacidad de las instituciones europeas de adoptar las medidas necesarias para superar la crisis y garantizar la sobrevivencia de la UME, y no como resultado de desajustes en las cuentas corrientes de las balanzas de pagos.[13]

El examen cronológico de la evolución de las tasas de interés sobre las deudas públicas y de los saldos TARGET confirman esta posición, mostrando que la crisis se manifiesta y profundiza cuando ocurren eventos que los operadores financieros interpretan como incapacidad de las autoridades políticas de todos los países para hacer funcionar las instituciones de la UME y realizar los objetivos para los cuales habían nacido, es decir, defender a las economías y a los ciudadanos de la inestabilidad financiera internacional (véanse Panico y Purificato, 2013; Capraro, Panico, Perrotini y Purificato, 2013).

La crisis estalló en abril-mayo de 2010, en concomitancia con las elecciones en la región alemana de Renania-Westfalia, cuando los operadores financieros apostaron que las autoridades europeas no hubieran reaccionado a un ataque especulativo contra la deuda pública griega hasta que las elecciones no terminaran (véase gráfica 9). En los meses que siguieron, la crisis se profundizó cuando, a través de declaraciones públicas y dimisiones de algunas autoridades nacionales, los operadores financieros percibieron que, por los conflictos de interés nacional, las instituciones europeas, creadas para proteger a los ciudadanos de los Estados miembros en contra de los avatares de la inestabilidad financiera, no eran capaces de cumplir con esa finalidad.[14]

[12] El análisis de Wyplosz (2013) se centra en los problemas de competitividad de los países involucrados.

[13] El análisis de las variaciones de los saldos TARGET de cada país muestra que, en varios casos, éstas no tienen el mismo signo que las exportaciones netas (Astarita y Purificato, 2013).

[14] El 11 de mayo (el día después de su anuncio), Weber, presidente del Bundesbank, criticó la decisión del BCE de iniciar un programa de compra de deuda pública. Weber escribió un artículo en alemán en un periódico alemán. El 25 de octubre de 2010 el miembro alemán del comité ejecutivo del BCE publicó un artículo en un diario alemán pidiendo que las reglas fiscales de la UME fueran rígidas y las sanciones más efectivas. En febrero de 2011 el presidente Weber del Bundesbank dimitió.

Gráfica 9
Tasas de interés del mercado secundario de bonos del Estado con vencimiento a 10 años, Grecia, septiembre 2009-diciembre 2010
(porcentajes, datos diarios)

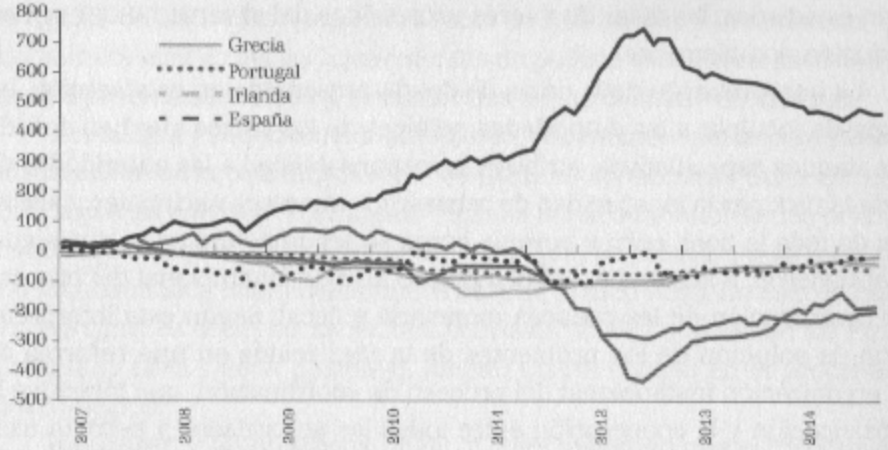
Fuente: Elaboración propia con datos de la *Trading Economics*, descarga 10 de febrero de 2015.

La crisis se profundizó aún más cuando, por las presiones de algunos países que no habían padecido los ataques especulativos, presiones hechas para fines electorales internos, el 21 de julio de 2011 el Consejo de Jefes de Estado o de Gobierno de la Unión Europea aprobó una resolución a favor de un acuerdo entre el gobierno griego y los poseedores privados de bonos para la reestructuración de la deuda de este país.[15] El BCE se había opuesto a esa propuesta argumentando que podría generar consecuencias negativas para la administración de la deuda soberana de otros países y para el funcionamiento de los mercados interbancarios. Los acontecimientos que siguieron confirmaron las preocupaciones del BCE. Hubo un fuerte incremento de las ventas de bonos, incluso de España e Italia que hasta entonces habían sido afectados marginalmente por la crisis,[16] sus tasas de interés subieron y el crédito interbancario a su IFM se extinguió. En esta

[15] Las elecciones se tuvieron en Francia (julio de 2011) y Holanda (septiembre de 2011). El presidente Sarkozy y la canciller alemana Merkel, aliada de Sarkozy en contra del candidato socialista a la presidencia de Francia, Hollande, fueron los que más presionaron al Consejo de Jefes de Estado o de Gobierno.

[16] En el caso de Italia los saldos TARGET acumulados fueron positivos hasta julio de 2011 y se tornaron negativos después de la declaración oficial de los Jefes de Estado o de Gobierno de la Unión Europea sobre la reestructuración de la deuda griega.

Gráfica 10
Saldos de TARGET2 del sistema, países seleccionados, 2007-2014
(millones de euros)



Fuente: Elaboración propia con datos de la *Euro Crisis Monitor*, descarga 10 de febrero de 2015.

segunda fase de la crisis las tasas de interés sobre la deuda pública de los países involucrados subió aún más (véase gráfica 8) y los saldos TARGET aumentaron asombrosamente, como muestra la gráfica 10.

La reforma del Pacto de Estabilidad y Crecimiento de noviembre de 2011 y la aprobación del *Fiscal Compact*, el nuevo tratado sobre las reglas fiscales que refuerza las sanciones para los comportamientos desalineados, el día 2 de marzo de 2012, por parte del Consejo de Jefes de Estado o de Gobierno, no lograron reducir las tasas de interés y los saldos del sistema TARGET (véase gráfica 10).

Por el contrario, en la primavera de 2012 y al principio del verano aumentó el riesgo de una ruptura de la UME y, desde agosto, Draghi, el presidente del BCE, tuvo que intervenir públicamente para afirmar con fuerza que la UME no iba a desaparecer porque era el punto de llegada de más de 50 años de inversiones políticas por parte de los ciudadanos europeos. La campaña de Draghi abrió una nueva y difícil fase de confrontación al interior del Comité Directivo del BCE, que se concluyó el 6 de septiembre de 2012 con la aprobación de un nuevo programa de compra de deuda pública por parte del Eurosistema, el *Outright Monetary Transactions* (OMT).

El programa que permite la compra ilimitada de bonos de los países que respetan las reglas fiscales, fue aprobado solamente con el voto contrario del presidente del Bundesbank. Desde entonces, como muestra la información estadística, las tasas de interés y los saldos del sistema TARGET se han reducido notablemente.

La interpretación de la crisis de deuda presentada en esta sección, en lugar de inculpar a las autoridades políticas de los países que han sufrido los ataques especulativos, atribuye la responsabilidad a las autoridades de toda la UME por la incapacidad de rebasar los intereses nacionales y seguir los de toda la zona euro y porque, como se argumentará en lo que sigue, mantuvieron, a sabiendas, un defectuoso arreglo institucional del proceso de coordinación de las políticas monetaria y fiscal. Según esta interpretación, la solución de los problemas de la UME reside en una reforma de la organización institucional del proceso de coordinación, que incentive la participación y la cooperación entre todas las autoridades y permita usar activamente todos los instrumentos de política económica, incluso los fiscales, para retomar el crecimiento y asegurar el bienestar social.

Soluciones basadas en cooperación y castigo

Desde el origen de la UME la literatura ha estudiado la compleja organización del proceso de coordinación entre las políticas económicas llegando, ya antes de las crisis de 2007-2008, a resultados relevantes.

Una primera conclusión es que los "instrumentos de coordinación suave" de esta compleja organización (es decir, la supervisión multilateral, la evaluación por expertos y el sistema de alertas) han funcionado satisfactoriamente, contribuyendo a evitar, por lo menos hasta la reforma de 2005 del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, que la introducción de la moneda única redujera la disciplina fiscal de los gobiernos nacionales (véanse Fatás y Mihov, 2003 y 2010; Ioannou y Stracca, 2011; Panico y Vázquez Suárez, 2008; Panico y Purificato, 2013).

Por el contrario, la literatura ha establecido ampliamente que los "instrumentos de coordinación fuerte" (es decir, el Pacto de Estabilidad y Crecimiento y los Procedimientos para Déficit Excesivo), que establecen reglas rígidas de conducta y sanciones para comportamientos desalineados de

las autoridades fiscales nacionales, han funcionado mal. Sus principales problemas son: la incapacidad de los instrumentos de coordinación de generar comportamientos de colaboración entre las autoridades europeas, la rigidez de las reglas fiscales del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, que no permite usar todas las herramientas de política económica para enfrentar los problemas cíclicos y estructurales de las distintas economías.

Von Hagen y Mundschenk (2003) han evidenciado que la organización institucional de la coordinación de las políticas económicas existente en la UME sigue un enfoque "restringido", que se limita a monitorear las políticas fiscales nacionales y a sancionar aquellas que, se piensa, pueden empeorar los resultados macroeconómicos de toda la zona euro. En este enfoque, los castigos, es decir, las sanciones previstas por las normas de los Procedimientos para Déficit Excesivo, juegan un rol central en el proceso de coordinación.

Von Hagen y Mundschenk (2003, p. 288) muestran que el enfoque restringido es incapaz de generar comportamientos cooperativos entre las autoridades monetarias y fiscales y consideran necesario pasar a un enfoque "amplio", que pueda crear un clima de cooperación desarrollando métodos, instrumentos e incentivos para identificar, con la participación de todas las autoridades, objetivos comunes de política económica y para realizarlos en colaboración.

La propuesta de Von Hagen y Mundschenk señala la necesidad de crear un clima positivo a través de la participación de los actores del proceso de coordinación en individuar intereses y beneficios comunes. Además, evidencia que, para evitar comportamientos oportunistas, el sistema de incentivos debe prever premios y no limitarse a las sanciones. Como en todos los aspectos de la vida humana, un sistema de incentivos que se basa sólo en los castigos, en lugar de generar participación responsable y unidad de intentos, tiende a estimular comportamientos engañosos y predispone a la traición.

Un ejemplo de coordinación eficaz en la UME se encuentra en la gestión de la política monetaria. El funcionamiento del Eurosistema requiere un proceso de coordinación que asegure que las decisiones supranacionales, tomadas en Frankfurt, sean ejecutadas correctamente a nivel nacional. En este caso, el sistema de incentivos sigue un enfoque amplio y no restringido.

Los BCN participan directamente en la toma de decisiones usando evaluaciones técnicas discrecionales, en lugar de reglas rígidas, para identificar intereses y objetivos comunes. Además, el sistema de incentivos de la coordinación de la política monetaria de la UME se centra primariamente en los premios a la lealtad institucional y al valor profesional. Para garantizar la correcta ejecución de las decisiones supranacionales, los tratados europeos y el Estatuto del Sistema Europeo de los Bancos Centrales y del Banco Central Europeo también prevén sanciones.[17] Éstas afectan el poder de los directores de los BCN, exigiéndoles cumplir con las obligaciones previstas por los tratados, sin influir en la ejecución de las decisiones supranacionales en formas que penalicen a los ciudadanos. Sin embargo, el buen funcionamiento del enfoque amplio elegido para coordinar la política monetaria ha evitado el uso de estas sanciones.

Desarrollando posiciones contiguas a la de Von Hagen y Mundschenk (2003), otros autores han propuesto reformar la organización institucional del proceso de coordinación de las políticas afirmando que la política fiscal debe seguir el camino hecho por la política monetaria después del experimento monetarista. Ésta ha obtenido resultados satisfactorios cuando ha sido reorganizada institucionalmente para que discrecionalmente la conduzcan autoridades independientes, después de haber reconocido el fracaso de las reglas rígidas, como la de Milton Friedman sobre el crecimiento de los agregados monetarios. Pisani-Ferry (2002) y Wyplosz (2005) han propuesto la introducción de "Comités o agencias de política fiscal" independientes, análogos a los "Comités de política monetaria", argumentando que pueden generar mejores resultados que cualquier regla numérica rígida de política fiscal.[18] Una Agencia Fiscal Europea independiente podría decidir, año tras año, tomando en cuenta las condiciones cíclicas y las necesidades estructurales de las distintas economías, el ratio déficit público-PIB

[17] Según los artículos 258 y 271(d) de la Versión Consolidada del Tratado de la Unión y del Tratado sobre el funcionamiento de la Unión Europea (2008/C 115/01) y los Artículos 14.3 y 35.6 del Estatuto del Sistema Europeo de los Bancos Centrales y del Banco Central Europeo (Protocolo n. 4 de la Versión Consolidada, 2008/C 115/01), en caso de conflicto entre un Banco Central Nacional y el Banco Central Europeo sobre la ejecución de las obligaciones del primero, el Banco Central Europeo, después de haber aclarado por escrito sus razones y haber dado al BCN la oportunidad de elucidar las suyas, puede pedir a esta entidad conformarse a sus instrucciones en un tiempo establecido y, en caso que el BCN no cumpla, acudir a la Corte de Justicia Europea para obligarlo a respetar sus obligaciones.

[18] Fatás y Mihov (2003; 2010) y Fatás *et al.* (2003) tienen una posición similar a Pisani-Ferry y Wyplosz.

que cada país debe respetar. Las decisiones discrecionales de la agencia evitarían que el ratio sea fijado rígidamente por ley, como ocurre en la actualidad, fuera de cualquier consideración relativa a los problemas específicos de cada país.[19]

Las fallas del enfoque restringido en la coordinación de las políticas monetaria y fiscal han contribuido a generar la crisis de deuda, facilitando argumentos racionales para detener las intervenciones del Eurosistema en los mercados de bonos de la deuda pública. El mismo Banco Central Europeo (2011, p. 71) justificó su renuencia a intervenir para estabilizar las tasas de interés sobre estos bonos y el correcto funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria, recordando que el proceso de coordinación existente no garantiza la ausencia de problemas de riesgo moral y de comportamientos oportunistas por parte de las autoridades políticas nacionales; es decir, recordando que el enfoque restringido genera comportamientos no-cooperativos.[20]

En noviembre de 2011 y en marzo de 2012 las autoridades europeas introdujeron el Nuevo Pacto de Estabilidad y Crecimiento y el *Fiscal Compact*, un tratado sobre las reglas fiscales. Estas soluciones, que siguen confiando en el uso de un enfoque restringido a la coordinación entre las políticas monetaria y fiscal, en lugar de introducir las reformas necesarias para pasar a un enfoque amplio, no lograron aliviar la situación. Por el contrario, la crisis de deuda empeoró. En la primavera y en el verano de 2012 se puso en discusión la misma sobrevivencia de la UME y el presidente del BCE tuvo que intervenir decididamente desde agosto para afirmar públicamente que el euro no iba a desaparecer.

El 6 de septiembre de 2012, después de una dura confrontación en el Comité Directivo del BCE, se aprobó el nuevo programa de compra de bonos de la deuda pública, the *Outright Monetary Transactions*, con el voto contrario del presidente del Bundesbank. La aprobación señaló a los operadores financieros que las posturas más radicales sobre el uso de los castigos

[19] Como Blinder (1997) y Wyplosz (2005) han aclarado, las agencias fiscales independientes deben tener como objetivo la sustentabilidad de la deuda pública así como las autoridades monetarias tienen como objetivo la estabilidad de los precios. Las decisiones sobre la estructura de los impuestos y de los gastos del sector público no pueden, al contrario, ser delegadas a entidades no elegidas porque estas decisiones influyen directamente en la distribución de los beneficios entre los distintos grupos sociales y tienen entonces un contenido político inmediato.

[20] Sobre este punto el BCE ha tenido el consenso de varios expertos (Wyplosz, 2010, 2011).

para los comportamientos desalineados habían sido aisladas y perdido fuerza dentro del Comité Directivo del BCE y que esta entidad había reconquistado su capacidad de estabilizar las tasas de interés y el mecanismo de transmisión de la política monetaria. Sin embargo, bajo las presiones de sus opositores, el programa se aprobó introduciendo la condición que sólo los países que respeten las normas fiscales de la Unión pueden beneficiarse de las compras de bonos de la deuda pública por parte del Eurosistema.

La aprobación del programa *Outright Monetary Transactions* redujo notablemente las tasas de interés. Sin embargo, los diferenciales entre las tasas no han llegado a los valores que prevalecieron antes de la crisis (véase gráfica 8).

Algunos de los factores de riesgo que pueden justificar la presencia de estos diferenciales están relacionados con el uso de un enfoque restringido a la coordinación. Los resultados negativos que las políticas de austeridad están consiguiendo pueden afectar los diferenciales entre la tasa de interés porque ponen en riesgo la capacidad de las autoridades políticas nacionales para cumplir con las obligaciones fiscales que han tomado a nivel europeo. Las autoridades que impusieron las políticas de austeridad no habían previsto estos resultados negativos. Por el contrario, habían pronosticado un aumento del crecimiento afirmando que la austeridad favorece el incremento del consumo y estabiliza el ratio deuda pública-PIB.

Los errores y las repetidas correcciones que las autoridades han tenido que introducir en las tasas de crecimiento de los países involucrados también pueden afectar los diferenciales entre las tasas de interés porque contribuyen a generar un clima de incertidumbre sobre el futuro de la zona euro y, por ende, sobre la capacidad de las autoridades políticas nacionales de cumplir con las obligaciones fiscales. Los repetidos errores han originado una literatura que ha puesto en discusión, con argumentos primariamente empíricos, la idea de que la austeridad es estabilizadora y capaz de estimular el crecimiento. El ensayo de Blanchard y Leigh (2013) sobre los multiplicadores fiscales y los errores de previsiones del modelo teórico usado por las autoridades que propusieron las políticas de austeridad no es el único que ha suscitado dudas sobre la eficacia de las políticas de austeridad.[21]

Por otra parte, Eichengreen y Panizza (2014) han cuestionado la posibilidad de respetar las reglas fiscales previstas por el *Fiscal Compact*. Examinando la experiencia histórica sobre los casos ocurridos de superávits fiscales estructurales elevados y duraderos, Eichengreen y Panizza concluyen que es muy baja la probabilidad de que las medidas de este tratado sean respetadas en forma perdurable. Esta falta de confianza en la eficacia del tratado también contribuye a generar un clima de incertidumbre sobre el futuro de la zona euro. La condicionalidad sobre el respeto de las reglas fiscales introducida en el programa *Outright Monetary Transactions* transfiere esta incertidumbre al mercado de bonos de deuda pública y se puede considerar otro factor que afecta los diferenciales entre las tasas de interés.

Los resultados negativos de las políticas de austeridad están perjudicando a todos los países de la UME. Todas las economías de la eurozona están en recesión. Como Keynes (1923) argumentaba en la reseña al libro de Nitti, las políticas basadas en los castigos son dañinas para los mismos países que las proponen.

A pesar de los resultados negativos, las autoridades europeas siguen insistiendo en el enfoque restringido. Esta obstinación inhibe el uso de la terapia más eficaz para combatir la recesión, la política fiscal, la cual requiere, en las condiciones actuales, la transición hacia un enfoque amplio de la coordinación, es decir, que las decisiones sean tomadas a nivel de toda la zona euro y sean financiadas a través de la emisión de eurobonos por parte de la Comisión Europea.

Frente a la obstinación del enfoque restringido y a la persistente recesión, el BCE ha anunciado, el 5 de junio de 2014, la introducción de estímulos monetarios para mejorar el funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria, induciendo a los bancos a incrementar el crédito al sector privado no financiero, excluyendo los préstamos concedidos a hogares para la adquisición de vivienda.[22] Las medidas principales son las siguientes:

- Reducción de la tasa de interés de las operaciones principales de refinanciación de 0.25 a 0.15 por ciento y reducción de la tasa de interés sobre las facilidades de depósito a -0.10 por ciento.[23]

[21] Para un análisis de esta literatura, véase Perrotini y Landa (2014).

[22] Véase la comunicación del BCE: *Introductory Statement to the Press Conference (with Q&A)* del 5 de junio de 2014.

[23] Sucesivamente, el BCE ha reducido nuevamente la tasa de interés sobre las operaciones principales hasta 0.05 por ciento y la tasa de interés sobre las facilidades de depósito hasta -0,20 por ciento (véase la comunicación del BCE: *Introductory Statement to the Press Conference, (with Q&A)* del 4 de septiembre de 2014).

- Implementación de un programa de *Targeted Longer-Term Refinancing Operations* (TLTRO), es decir, de operaciones de refinanciación a las cuales las instituciones financieras podrán acceder según la cantidad de préstamos otorgados al sector privado no financiero con la exclusión de los préstamos a hogares para la adquisición de vivienda.
- Aceleración de la preparación del programa de compra de *Asset-Backed Securities* (ABS), es decir, de activos financieros que tengan como colateral una canasta de préstamos otorgados al sector privado no financiero.
- Las TLTRO tienen cadencia trimestral desde septiembre de 2014 hasta final de 2016. En las operaciones de septiembre y diciembre de 2014 las instituciones financieras podían recibir préstamos por una cantidad no mayor de 70 por ciento de los créditos otorgados al 30 de abril de 2014 al sector privado no financiero con la exclusión de los préstamos a hogares para la adquisición de vivienda, es decir, por una cantidad máxima de 400 billones de euros. Las tasas de interés, inicialmente iguales a las tasas de las operaciones principales de financiación del Eurosistema más un diferencial fijo de 10 puntos básicos, vigentes en el momento de la realización del préstamo, desde marzo de 2015 es igual a la sola tasa de las operaciones principales de financiación (véase la comunicación del BCE, *Introductory Statement to the Press Conference, (with Q&A)*, del 22 de enero de 2015). La cantidad de préstamos que las instituciones pueden recibir desde marzo 2015 dentro de este programa depende de los préstamos otorgados al sector privado no financiero, con la exclusión de los préstamos hipotecarios a las familias, después del 30 de abril de 2014.
- Las primeras dos TLTRO han tenido resultados decepcionantes. Respecto a una cantidad máxima de 400 billones de euros, las IFM han pedido préstamos por 212.14 billones, confirmando que las políticas de austeridad están teniendo efectos negativos sobre la demanda de crédito de las familias y de las empresas.[34]
- El programa de ABS ha sido implementado definitivamente desde noviembre de 2014. El programa se ha juntado con el de compra de obligaciones garantizadas empezado en octubre. Ambos han adoptado criterios de elegibilidad para los activos financieros admitidos que no penalizan a los países que tienen mayores problemas, como Grecia y Chipre. El objetivo es promover el buen funcionamiento de los varios segmentos de los mercados financieros y facilitar el acceso al crédito del sector privado no financiero.[35] A principio de enero de 2015 la liquidez introducida en el sistema a través de estos dos programas era igual a 35.2 billones de euros, de los cuales 33.1 por la compra de obligaciones garantizadas y el resto por la compra de ABS.[36]

Las operaciones no convencionales realizadas por el BCE de septiembre de 2014 a enero de 2015 son iguales a 247.34 billones de euro, es decir, son iguales a 1.37 veces el PIB de Grecia.[37] A pesar de ello, la recesión se ha profundizado y la tasa de inflación de la zona euro se ha reducido posteriormente, alejándose aún más del objetivo declarado del 2.0 por ciento.

En esta situación, el Consejo Directivo del BCE ha deliberado la implementación de un programa extenso de compra de activos financieros, llamado *Asset Purchase Programme* (APP). Este programa engloba los dos programas precedentes y considera también elegibles a los bonos soberanos de los países que no pertenecen a la UME. Para los países de la UME que se benefician de un programa de asistencia financiera la elegibilidad de sus activos será suspendida si no respetan la condicionalidad acordada con los acreedores. Las compras del programa APP han iniciado en marzo de 2015 y seguirán cada mes hasta septiembre de 2016 por un monto mensual de 60 billones de euros.

Las eventuales pérdidas de los bonos soberanos comprados recaerán sobre el BCE por el 20 por ciento y sobre los BCN por el 80 por ciento. El BCE ha decidido introducir el programa APP para contrastar el proceso de deflación en curso y la tendencia de las IFM a no demandar liquidez, como muestra el escaso éxito del programa TLTRO (véase BCE, 2015).

[34] En las TLTRO de septiembre de 2014 se asignaron 82.6 billones de euros y en diciembre 129.8 (véanse los *Weekly Financial Statements*, publicados por el BCE el 26 de septiembre y el 19 de diciembre de 2014, respectivamente).

[35] Véanse las comunicaciones del BCE: *Introductory Statement to the Press Conference (with Q&A)* del 2 de octubre y del 6 de noviembre de 2014.

[36] Véase el *Weekly Financial Statements* publicado por el BCE del 16 de enero de 2014.

[37] El BCE realizó por primera vez estos tipos de operaciones en diciembre 2011 y febrero 2012, en concomitancia con la reestructuración de la deuda griega. En aquella ocasión se pusieron a disposición de las IFM más de mil billones de euros, es decir, más de cinco veces el PIB de Grecia.

La incertidumbre sobre los resultados de las intervenciones de política monetaria está ligada a la posibilidad de que las IFM aumenten el crédito al sector privado no financiero a pesar de la recesión económica. Esta incertidumbre vuelve técnicamente inadecuada e irrazonable la elección de no usar el gasto en bienes y servicios generado por una política fiscal coordinada y financiada a nivel europeo.

La información presentada en esta sección señala que la decisión de sujetar la política fiscal a las reglas rígidas prescritas por el enfoque limitado a la coordinación y el mito de la austeridad no es adecuada para resolver los problemas causados por la crisis de deuda.

Conclusión y perspectivas

La experiencia de integración monetaria realizada en la zona euro ha traído a los países participantes importantes ventajas en términos de colocación en el sistema monetario internacional, que se han reflejado en la acumulación de reservas oficiales y las tasas de interés. Después de 2010, las fallas en la organización institucional de la coordinación entre las políticas monetaria y fiscal han hecho aumentar las tasas de interés sobre deuda pública en algunos países. Estas fallas se conocían antes de la crisis de 2007 y se habían discutido en un debate que había individuado los problemas y las soluciones. La crisis de deuda de la zona euro, además de haber sido evitable, es, entonces, responsabilidad de todas las autoridades políticas europeas porque mantuvieron, a sabiendas, un defectuoso arreglo institucional del proceso de coordinación de las políticas monetaria y fiscal y porque no fueron capaces de rebasar los intereses nacionales y perseguir los de toda la zona.

Las perspectivas de la UME dependen de elecciones políticas de todas las autoridades europeas. Se trata de abandonar lo que en el debate que se desarrolló antes de la crisis se llamó el enfoque restringido a la cooperación. La adopción de este enfoque está relacionada con la falta de confianza entre los actores del proceso de coordinación. La falta de confianza ha llevado a la introducción de reglas fiscales rígidas, de responsabilidad exclusiva de cada autoridad nacional para su cumplimiento y de un sistema

de incentivos basado primariamente en los castigos a los comportamientos desalineados.

En lugar del enfoque restringido, las autoridades europeas tuvieron que elegir un enfoque amplio, basado en la solidaridad, en la cooperación y en un sistema de incentivos centrado en premios y castigos. Esta elección tiene una probabilidad más alta de resolver la crisis de la zona euro, de retomar el crecimiento y garantizar el bienestar de los ciudadanos que el enfoque restringido.

En el debate que se desarrolló antes de la crisis, la adopción de un enfoque amplio encajaba con la introducción de una Agencia Fiscal Europea, capaz de individuar sobre una base técnica la mezcla de política fiscal y monetaria más conveniente para toda la zona euro. La agencia tendría que ser responsable de la sustentabilidad de la deuda pública, indicando cada año el ratio déficit público-PIB más adecuado para cada país en relación con las condiciones cíclicas y estructurales de las economías. Esta transición de las reglas fiscales rígidas a la discrecionalidad técnica apoyada por una re-organización institucional, además de trasladar a la política fiscal los cambios ya ocurridos en la política monetaria, debe acompañarse con la introducción de un sistema de incentivos capaz de inducir a las autoridades políticas nacionales a respetar, sin vacilación, las decisiones tomadas comunitariamente a nivel supranacional, así como ocurre en la política monetaria de la UME.

Entre los elementos de premios del sistema de incentivos puede tener lugar una política de infraestructuras financiada con emisión de eurobonos por parte de la Comisión Europea. La implementación de esta política puede prestar atención a la lealtad de las autoridades políticas nacionales en ejecutar las decisiones tomadas a nivel supranacional. Entre los elementos de castigos, puede tener lugar la transferencia de poderes sobre la realización de proyectos comunitarios a las autoridades europeas, en caso de incumplimiento de los acuerdos tomados a nivel supranacional por parte de las autoridades políticas nacionales.

Como Keynes había indicado, en la conducción de las relaciones entre países los enfoques centrados en los castigos son dañinos para todos. La esperanza es que esta vez los países europeos sepan reconocer a tiempo el valor de esta afirmación y tomar las mejores decisiones para todos los ciudadanos.

Fuentes consultadas

Astarita, C. y F. Purificato, 2013, *TARGET2 Imbalances and the Need of a Lender of Last Resort*, Università di Napoli Federico II, mimeo.

Banco Central Europeo, 2015, "The Governing Council's Expanded Asset Purchase Programme", *Economic Bulletin*, 1, pp. 15-18.

———, 2011, "The European Stability Mechanism", *Monthly Bulletin*, julio, pp. 71-84.

Bank of International Settlements, 2005, "Foreign Exchange Market Intervention in Emerging Markets: Motives, Techniques and Implications", *BIS Papers*, 24, Basel, mayo.

Blanchard, D. y D. Leigh, 2013, "Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers", *IMF Working Papers*, 13(1), International Monetary Fund, enero.

Blinder, A. S., 1997, "Is Government too political?", *Foreign Affairs*, 76(6), noviembre-diciembre, pp. 115-126.

Canales-Kriljenko, J. I., 2003, "Foreign Exchange Intervention in Developing and Transition Economies: Results of a Survey", *IMF Working Paper*, WP/03/95.

Capraro, S., C. Panico, I. Perrotini y F. Purificato, 2013, "Economía política de la crisis de deuda en Europa", *Investigación Económica*, LXXII, 286, octubre-diciembre, pp. 35-64.

——— e I. Perrotini, 2012, "Intervenciones cambiarias esterilizadas, teoría y evidencia: el caso de México", *Contaduría y Administración*, 2(57), abril-junio, pp. 11-44.

Cecioni, M. y G. Ferrero, 2012, "Determinants of TARGET2 Imbalances", *Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza, Occasional Papers*, 136.

Céspedes, L. F., R. Chang y A. Velasco, 2013, "Is Inflation Targeting Still on Target? The Recent Experience of Latin America", *Inter-American Development Bank Working Paper Series*, 384.

Chapoy, A., 2014, *Procesos de integración monetaria Sur-Sur*, México, UNAM.

De Grauwe, P. e Y. Ji, 2012, "What Germany Should Fear Most is its Own Fear. An Analysis of Target2 and Current Account Imbalances", *CEPS Working Document*, 368, septiembre.

Eichengreen, B. y U. Panizza, 2014, "A Surplus of Ambition: Can Europe Rely on Large Primary Surpluses to Solve its Debt Problem?", *NBER Working Paper*, 20316, Cambridge.

Fatás, A. e I. Mihov, 2003, "On Constraining Fiscal Policy Discretion in EMU", *Oxford Review of Economic Policy*, 19 (1), pp. 112-131.

———, 2010, "The Euro and the Fiscal Policy", en A. Alesina y F. Giavazzi (eds.), *Europe and the Euro*, Chicago, National Bureau of Economic Research and University of Chicago Press, pp. 287-324.

Galindo, L. M. y J. Ros, 2008, "Alternatives to Inflation Targeting", *International Review of Applied Economics*, 22(2), pp. 201-214.

Hüfner, F., 2004, "Foreign Exchange Intervention as a Monetary Policy Instrument. Evidence for Inflation Targeting Countries", *ZEW Economic Studies*, 23, Heidelberg, Physica-Verlag.

Ioannou, D. y L. Stracca, 2011, "Have Euro Area and EU Governance Worked? Just the Facts", *European Central Bank Working Papers Series*, 1344, mayo.

Keynes, J. M., 1920, *The Economic Consequences of the Peace*, Nueva York, Harcourt Brace [incluido en E. Johnson y D. E. Moggridge (eds.), 1971, *The Collected Writings of J.M. Keynes*, vol. II, Londres, MacMillan y Cambridge University Press for The Royal Economic Society].

———, 1923, *Review of a Book by Francesco Nitti on the Decadence of Europe: The Paths of Reconstruction*, New York, Henry Holt and Company [incluido en Elizabeth Johnson (ed.), 1978, *The Collected Writings of J.M. Keynes*, vol. XVIII, *Activities 1922-1932. The End of Reparation*, London, Macmillan y Cambridge University Press for The Royal Economic Society, pp. 113-115].

Mántey, G., 2009, "Intervención esterilizada en el mercado de cambios en un régimen de metas de inflación: la experiencia de México", *Investigación Económica*, LXVIII, número especial, pp. 47-78.

Mimbrera, M., 2011, *La intervención esterilizada en el mercado de cambios y la tasa de interés como instrumentos de la política monetaria en México*, tesis doctoral, México, UNAM.

Nitti, F. S., 1923, *The Decadence of Europe: the Paths of Reconstruction*, Nueva York, Henry Holt and Company.

Panico, C. y M. Vázquez Suárez, 2008, "Policy Coordination in the Euro Area", *Studi Economici*, 96 (3), pp. 5-31.

——— y F. Purificato, 2013, "Policy Coordination, Conflicting National Interests and the European Debt Crisis", *Cambridge Journal of Economics*, 37(3), mayo, pp. 585-608.

Perrotini, I. y H. O. Landa D., 2015, "Crecimiento endógeno y demanda agregada: un análisis de panel de la Unión Monetaria Europea", *Economía Teoría y Práctica*, número especial, vol. 3, diciembre, pp. 83-113.

Pisani-Ferry, J., 2002, "Fiscal Discipline and Policy Coordination in the Eurozone: Assessment and Proposals", *Budgetary Policy in EMU, Design and Challenges*, Proceedings of a Seminar Held at the Dutch Ministry of Finance.

Prasad, E. S., 2014, *The Dollar Trap: How the US Dollar Tightened Its Grip on Global Finance*, Princeton University Press.

Rosas-Rojas, E., 2011, "Intervención esterilizada en los mercados de cambios de América Latina: Brasil, Chile y México", *Problemas del Desarrollo*, 167(42).

SINN, H.-W. y T. Wollmershäuser, 2011, "Target Loans, Current Account Balances and Capital Flows: The ECB's Rescue Facility", *CESIFO Working Paper*, 3500.

_____, 2012, "Target Loans, Current Account Balances and Capital Flows: The ECB's Rescue Facility", *International Tax and Public Finance*, mayo, pp. 468-508.

SVENSSON, L. E. O., 1999, "Inflation Targeting as a Monetary Policy Rule", *Journal of Monetary Economics*, 43(3), pp. 607-654.

_____, 2010, "Inflation Targeting", en B. M. Friedman y M. Woodford (eds.), *Handbook of Monetary Economics*, 1a. ed., vol. 3, Amsterdam, Elsevier.

SVENSSON, L. E. O. y M. Woodford, 2005, "Implementing Optimal Policy through Inflation-Forecast Targeting", en B. S. Bernanke y M. Woodford (eds.), *The Inflation-Targeting Debate*, Chicago, University of Chicago Press.

VON HAGEN, J. y S. Mundschenk, 2003, "Fiscal and Monetary Policy Coordination in EMU", *International Journal of Finance and Economics*, 8(4), pp. 279-295.

WOODFORD, M., 2003, *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy*, Princeton, Princeton University Press.

WYPLOSZ, C., 2005, "Fiscal Policy: Institutions *versus* Rules", *National Institute Economic Review*, 191, pp. 70-84.

_____, 2010, "The Eurozone in the Current Crisis", *ADBI Working Paper Series*, 207, marzo.

_____, 2011, "Eurobonds: Concepts and Applications, European Parliament, Directorate General for Internal Policies, Policy Department A, Economic and Scientific Policies", *Economic and Monetary Affairs*, IP/A/ECON/FWC/2009-040/C2, marzo.

_____, 2013, "Europe's quest for fiscal discipline, European Economy", *Economic Papers*, 498, European Commission, Directorate-General for Economic and Financial Affairs, abril. Disponible en ec.europa.eu/economy_finance/publications

Índice

INTRODUCCIÓN: EL ESTADO DE BIENESTAR Y LA CRISIS
Rolando Cordera Campos
Ignacio Perrotini Hernández 5

Capítulo I
ESTADOS UNIDOS Y MÉXICO:
EL ESTANCAMIENTO Y MÁS ALLÁ
Jaime Ros Bosch 31

Capítulo II
LAS ECONOMÍAS DE MÉXICO Y ESTADOS UNIDOS
DESPUÉS DE 20 AÑOS DEL TLCAN
Robert A. Blecker 49

Capítulo III
LA "REVOLUCIÓN ENERGÉTICA EN AMÉRICA DEL NORTE"
Y SUS IMPLICACIONES EN UN MUNDO COMPLEJO Y CAMBIANTE
Ángel de la Vega Navarro 79

Capítulo IV
LA ECONOMÍA DE ESTADOS UNIDOS:
EXPLICACIÓN DEL ESTANCAMIENTO Y DE POR QUÉ PERSISTIRÁ
Thomas I. Palley 101

Capítulo V
EL PAPEL DE LA POLÍTICA MONETARIA DE ESTADOS UNIDOS
EN LA CRISIS: TEORÍA Y EVIDENCIA
E IMPLICACIONES PARA MÉXICO
Ignacio Perrotini Hernández 129