

LA CREACIÓN DE UN ÁREA MONETARIA ÓPTIMA EN LA ZONA EURO:
DIFERENCIALES DE INFLACIÓN Y DESEQUILIBRIOS PÚBLICOS

*THE CREATION OF AN OPTIMAL CURRENCY AREA IN THE EURO ZONE:
INFLATION DIFFERENTIALS AND DISEQUILIBRIA IN PUBLIC FINANCES*

Julio Gaspar Sequeiros Tizón
Universidad de La Coruña
gaspar@udc.es

José Manuel Sánchez Santos
Universidad de La Coruña

Pablo Castellanos García
Universidad de La Coruña

Recibido: junio de 2011 ; aceptado: enero de 2012

RESUMEN

En este trabajo se profundiza en el papel clave desempeñado por los diferenciales de inflación y los obstáculos que éstos plantean a la consolidación de la Unión Monetaria Europea. Asimismo, se aborda la cuestión de como la inexistencia de un presupuesto europeo centralizado provoca una mayor volatilidad en la eurozona. Además, se evalúan las perspectivas de futuro de la eurozona, haciendo especial hincapié en las amenazas a las que está expuesta y en las posibles vías de hacer frente a las mismas. En particular, un simple análisis cluster nos permite delimitar dos áreas geográficas: el centro de la UME asimilada con la antigua área del marco alemán y la periferia europea (Irlanda, Grecia, Portugal y España). Los problemas de mayores inflaciones y desequilibrios de las cuentas públicas se concentran en la periferia, mientras que el resto de la eurozona funciona relativamente bien en tanto que área monetaria integrada.

Palabras clave: Área monetaria óptima; Diferenciales de inflación; Desequilibrio presupuestario; Unión Monetaria Europea.

ABSTRACT

The aim of this paper is twofold. First, we explore the key role played by inflation differentials and the obstacles they pose to the consolidation of EMU. Second, we address the question of how the absence of a centralized European budget results in increased vulnerability of the Euro zone. Additionally, and based on the results of our analysis, we evaluate the future prospects of the euro area, focusing on the major threats it is exposed as well as to possible ways to deal with them. Particularly, a simple cluster analysis allows us to delimit two zones: the center of EMU assimilated to the old German mark area and the European periphery (Ireland, Greece, Portugal and Spain). Both, the problems of higher inflation and imbalances in public finances are concentrated in the periphery, while the rest of the Eurozone works relatively well in so far as integrated monetary area

Keywords: Optimal Currency Area; Inflation Differentials; Budget Disequilibrium; European Monetary Union.

Clasificación JEL: E42, F15, F36, H63.



En este trabajo vamos a centrar el análisis en dos aspectos que consideramos fundamentales como elementos potencialmente comprometedores de la viabilidad futura de la zona Euro como unión monetaria: la primera hace referencia a aspectos monetarios y cambiarios y la segunda a los fiscales y presupuestarios. En el primer caso, los diferenciales de inflación se han revelado como el factor que subyace a la mayoría de los problemas que alejan a la zona Euro de constituir un área monetaria óptima (A.M.O.) y que generan dudas razonables sobre la propia viabilidad de la zona Euro como área monetaria de carácter supranacional. Por su parte, en lo que se refiere a la vertiente fiscal y presupuestaria de la zona Euro, dos cuestiones adquieren especial relevancia: el componente redistributivo del presupuesto comunitario en su configuración actual y el papel de las políticas fiscales nacionales.

Para abordar esta cuestión, el presente artículo se estructura como sigue. En un primer apartado se realiza una revisión de la literatura sobre las A.M.O., los determinantes de los diferenciales de inflación y las políticas fiscales en uniones monetarias. En la segunda sección, se examinan los antecedentes más próximos de la zona Euro como área monetaria, y en la tercera se profundiza en el papel clave desempeñado por los diferenciales de inflación y el obstáculo que éstos suponen para la consolidación de la U.E.M. En la cuarta sección, se aborda la cuestión de cómo la ausencia de un presupuesto europeo centralizado provoca una mayor vulnerabilidad de la zona Euro. En la quinta sección, se reflexiona sobre las perspectivas de futuro de la zona Euro, haciendo hincapié en las principales amenazas a las que se encuentra expuesta, así como a las posibles formas de hacer frente a las mismas. Esta parte recoge las principales actuaciones que está llevando a cabo la U.E.M. para acercarse, al menos a nuestro juicio, a un área monetaria óptima, favoreciendo la endogeneidad monetaria y fiscal en el proceso de construcción europea y, al mismo tiempo, homogeneizando las preferencias públicas entre los países miembros. Finalmente, se resumen las principales conclusiones en la parte sexta.

1. LAS ÁREAS MONETARIAS ÓPTIMAS: UNA REVISIÓN DE LA LITERATURA

La zona Euro no constituye un área monetaria óptima ya que no cumple algunos de los criterios que definen este tipo de áreas. Uno de estos criterios es la existencia de un presupuesto federal de dimensiones lo suficientemente amplias como para hacer frente a cualquier problema que se presente asimétricamente en alguna de sus regiones. Otro criterio es la movilidad de factores, claramente insuficiente en el caso de la mano de obra. Por el contrario, la movilidad de mercancías es casi total tras más de medio siglo de mercado común, y el capital circula libremente por toda la zona Euro sin limitación alguna.

Ahora bien, la teoría de las áreas monetarias óptimas (en adelante A.M.O.) ha evolucionado profundamente desde los planteamientos iniciales de Robert Mundell en 1961 (Mundell, 1961)¹. Para Mundell, un A.M.O. se entiende como una economía con varias regiones y una sola moneda, que ha logrado el equilibrio interno (pleno empleo y estabilidad de precios) y el equilibrio externo (posición sostenible en balanza de pagos). La contribución principal de Mundell se refiere a que la movilidad de factores, principalmente la mano de obra, pueden sustituir a las variaciones en la tasa de cambio para restaurar, ante un choque asimétrico, tanto el equilibrio interno como el externo. En otras palabras, la flexibilidad del tipo de cambio (e incluso su existencia), no sería necesaria.

La aportación adicional de Ronald McKinnon (McKinnon, 1963) consiste en la introducción de la apertura comercial como un elemento básico en la definición de las A.M.O. En efecto, en economías pequeñas y muy abiertas al exterior, la utilidad del tipo de cambio es reducida ya que, por ejemplo, una depreciación de su moneda no repercute en una mayor competitividad de sus exportaciones: se traduce en un incremento casi automático de precios y salarios, neutralizando cualquier ganancia de competitividad derivada de la depreciación. En consecuencia, para las economías pequeñas y abiertas (como muchas de las que integran el área Euro) lo recomendable son las tasas de cambio fijas.

Esta amplia apertura comercial de los países miembros, ya sea medida en términos de P.I.B. o por la relación entre comerciables *versus* no comerciables, tiene la ventaja de sincronizar los ciclos del crecimiento haciendo más improbables los impactos asimétricos. Así mismo, cuando la integración comercial es muy intensa y duradera en el tiempo, el comercio entre los candidatos a un A.M.O. es ya básicamente intra industrial (se importa y exporta el mismo producto), suavizando los efectos de los ajustes en el sistema productivo derivados de los incrementos en el comercio vía disminución de los costes de transacción inherentes a la adopción de una moneda única. Más tarde, en 1992, Paul Krugman introduce un matiz digno de tener en cuenta: la

¹ Para una visión de cómo ha evolucionado la teoría de las A.M.O. véase, por ejemplo, Horvath (2003).

concentración en el espacio de las economías de escala y de aglomeración en un área monetaria integrada pueden, en el largo plazo, generar comercio inter industrial entre las regiones más avanzadas y las más atrasadas, facilitando, de esta manera, impactos asimétricos en los países periféricos (Krugman, 1993).

La aportación de Peter Kenen (Kenen, 1969 y 1995) se refiere a la importancia de la diversificación productiva como un criterio adicional para delimitar un A.M.O. Así, en este sentido, una región es un conjunto homogéneo de productores que utilizan la misma tecnología, abastecen una misma demanda también homogénea y, por lo tanto, mantienen el mismo ciclo productivo. Kenen mantiene que cuantas más regiones tenga un país, más diversificada será su economía y, por lo tanto, ante choques asimétricos (que afectan solamente a un conjunto reducido de regiones) el ajuste en términos de desempleo no es tan drástico, ya que la mayor diversificación aumenta las oportunidades laborales para los trabajadores. En conclusión, para economías altamente diversificadas lo recomendable son también los tipos de cambio fijos.

Con posterioridad se han desarrollado otros enfoques complementarios sobre las A.M.O. Uno de éstos es el de las preferencias homogéneas desarrollado por Richard Cooper (Cooper, 1969)², quien define un área monetaria óptima como aquella donde las poblaciones de los distintos países que la integran comparten un mercado en común y unas preferencias (subjetivas) iguales o próximas al respecto de los bienes colectivos, es decir, estabilidad macroeconómica, naturaleza del estado del bienestar, tasa de desempleo, nivel de inflación, etc. El enfoque de las preferencias homogéneas nos explica, por ejemplo, el alineamiento voluntario de un país pequeño con otro grande, caso de Holanda, Austria, etc. cuando van haciendo propias las preferencias colectivas alemanas al irse incorporando paulatinamente al área Marco. Estas preferencias pueden ser negociadas en una homogeneidad común (por ejemplo, entre los países grandes de la U.E.) o el hegemónico impone sus preferencias sin más (como en el caso de la reunificación alemana).

La nueva teoría de las A.M.O., como la denomina P. de Grauwe (de Grauwe, 2009), reposa sobre la introducción del análisis coste-beneficio (la racionalidad de los agentes privados frente a la política económica) y la credibilidad de las autoridades como elementos definitorios de la optimalidad de las áreas monetarias. Si en un país la credibilidad de sus autoridades monetarias es baja, una política de reducción de la inflación no necesariamente redundará en un crecimiento del desempleo o viceversa. En consecuencia, los países más inflacionistas (con menor credibilidad en sus instituciones) estarían interesados en integrarse en un A.M.O. para beneficiarse de la reputación y credibilidad de las autoridades de los países menos inflacionistas y, así, reducir la brecha. Por el contrario, la posición de los países con mayor reputación y autoridades más prestigiosas no tendrían clara la ganancia al integrarse con otras con una seriedad menor, excepto en el caso de que pudieran jugar el papel de hegemón.

² Esta línea de trabajo la continúa Bourguinat (1973). Véase, además, Kindleberger (1986).

Otro enfoque adicional es el que presentan J. Frankel y K. Rose (Frankel y Rose, 1998)³, quienes sostienen que los criterios para formar un A.M.O. no necesariamente deben cumplirse *ex-ante* ya que la *endogeneidad* puede permitir que se cumplan *ex-post*. La endogeneidad significa que si se expande el proceso de integración comercial entre los miembros de una unión monetaria, los patrones de comercio de los distintos miembros serán más similares y los ciclos económicos resultarán más correlacionados. En otras palabras, el criterio A.M.O. va evolucionando en el tiempo de tal modo que los países terminan satisfaciendo los criterios *ex-post* aunque no los cumplan *ex-ante*, porque la integración comercial, el patrón de comercio y la correlación de los ciclos se refuerzan mutuamente.

En síntesis, las aportaciones anteriores definen las principales condiciones objetivas de la teoría de las A.M.O: movilidad de factores, apertura económica, diversificación productiva, integración financiera, preferencias homogéneas, reputación institucional, etc⁴. Ahora bien, podríamos desarrollar más ampliamente estos condicionantes analizando, criterio por criterio, si la zona Euro los cumple, o no, y en qué medida lo hace. Llegaríamos a la conclusión de que la Eurozona no es un área monetaria óptima⁵. Entonces, ¿la Eurozona qué es?. Paul Krugman responde a esta pregunta de forma clara: la Eurozona es un área monetaria *integrada*, es decir, un área en la cual los países miembros pueden alcanzar sus objetivos de equilibrio interno (pleno empleo, estabilidad de precios, crecimiento económico y sector público sostenible) y de equilibrio externo (desequilibrios por cuenta corriente manejables) sin tener que acudir a la tasa de cambio como instrumento de la política económica. En otros términos, los países miembros pueden alcanzar estos objetivos desde dentro del área, es decir, sin tener que abandonarla (Krugman, 1990 y 1999).

En cualquier caso, si un país prescinde de su tasa de cambio y se adhiere a una zona monetaria integrada, como condición necesaria previa deberá mantener una inflación similar a la del conjunto y unos tipos de interés asimismo semejantes. Además, y también como condición necesaria previa, el país candidato debe mantener unos desequilibrios fiscales similares a los del conjunto. Si estas condiciones (léase, las del Tratado de Maastricht) se cumplen por parte del país candidato, los riesgos de renunciar a su tasa de cambio quedan claramente minimizados. Esta es la línea de trabajo iniciada por Giovanni Magnifico (Magnifico, 1973) al señalar que dos o más países podrán integrarse siempre y cuando tengan similares *propensiones naturales* a

³ Es interesante consultar los comentarios sobre esta posición que se encuentran en Baldwin y Wyplosz, (2006).

⁴ El listado de criterios podría hacerse interminable. Tengamos en cuenta, por ejemplo, que Suecia no se incorpora al euro en 1999, a pesar de cumplir las condiciones del Tratado de Maastricht, ya que tenía el ciclo económico desacompañado del resto de la U.E.M. y una política monetaria única podría acentuar todavía más sus asimetrías contracíclicas.

⁵ En la literatura sobre A.M.O., tanto a nivel teórico como empírico, abundan los trabajos cuya conclusión descarta que la Eurozona sea un área monetaria óptima. En esta línea, destacaríamos Mongelli (2008).

la inflación, pues así eliminan la necesidad de modificar el tipo de cambio para compensar pérdidas de competitividad provocadas por diferenciales continuos (y acumulativos) en la inflación. Es también la línea de trabajo iniciada por James Ingram (Ingram, 1969), quien añade otra condición a mayores: la existencia de transferencias compensatorias que ayuden a mantener, llegado el caso, el equilibrio en la balanza de pagos. Un A.M.O. es también una zona financieramente integrada, y si el flujo de transferencias ayuda a compensar los déficits por cuenta corriente, menores serán las presiones sobre el tipo de cambio o sobre las tasas de interés y, en consecuencia, mayor la viabilidad de los tipos de cambio fijos.

En el análisis de las distintas dinámicas inflacionistas entre países y, particularmente en el seno de la U.M.E., destacan tres posibles explicaciones sobre los determinantes fundamentales de los diferenciales de inflación. Siguiendo a Rabanal (2009) se pueden agrupar los estudios al respecto de esta cuestión en: 1) las explicaciones que se centran en las diferencias en el crecimiento de la productividad (Alitssimo, Benigno y Rodríguez-Palenzuela, 2005) y en el conocido como efecto Balassa-Samuelson, que afectaría especialmente a los países que han experimentado, o están experimentando, procesos de *catching-up* (Balassa, 1964 y Samuelson, 1964); 2) un segundo grupo de estudios que, además de factores de oferta (productividad), identifican factores de demanda como potencialmente explicativos de los diferenciales de inflación entre países (López-Salido, Restoy y Vallés, 2005) y, 3) una tercera categoría de factores explicativos que destaca el importante papel que pueden desempeñar las diferentes estructuras de los mercados de productos y del factor trabajo (Andrés, Ortega y Vallés, 2003; Angeloni y Ehrmann, 2007). De hecho, este tipo de factores permitiría explicar cómo economías sometidas a shocks simétricos mostrasen respuestas diferentes en materia inflacionista.

En lo que se refiere al papel del Estado en una unión monetaria, de la teoría de las A.M.O. se derivan una serie de implicaciones sobre los principios que deberían inspirar las políticas fiscales en las uniones monetarias (Kenen, 1969). Por una parte, una unión monetaria debería llevar asociada la centralización de una parte significativa de los presupuestos nacionales. La justificación de dicha centralización se basa en la necesidad de transferencias entre países para auxiliar a aquellos que registran shocks negativos. Por otra parte, si dicha centralización no es posible, las políticas fiscales nacionales deberían gozar de cierta flexibilidad y autonomía.

Ahora bien, ambas visiones están sujetas a críticas: a) Por un lado, si bien es cierto que hay un amplio consenso sobre la necesidad una mayor centralización de los presupuestos nacionales, también parece incuestionable que el grado de centralización también tendría sus límites (De Grauwe, 2009). De hecho, en algunos estudios ya se han propuesto esquemas que limitan la centralización de los sistemas de seguridad social (Italianer y Vanheuleken, 1992; Comisión Europea, 1993; Hammond y von Hagen, 1993; Méltiz Y Vori, 1993). b) Por otro lado, estaría la visión de que las políticas fiscales, en una unión monetaria, deberían ser disciplinadas por normas explícitas que establezcan límites

máximos para los déficits públicos nacionales, con la finalidad de evitar que ciertos países puedan incurrir en desequilibrios presupuestarios excesivos que podrían generar efectos externos negativos sobre el resto de las economías y, en última instancia, comprometer la viabilidad de dicha unión monetaria (Beetsma y Uhlig, 1999; Buti et ál., 2002).

2. LOS ASPECTOS MONETARIOS DE LA ZONA EURO

A efectos de contextualizar adecuadamente la problemática abordada en este trabajo, conviene remontarse en el tiempo a la búsqueda de las raíces del proceso de integración monetaria. En este sentido, podríamos señalar que la dinámica de una integración monetaria en Europa se manifiesta ya de forma muy visible desde 1971 en adelante, tras la ruptura de la convertibilidad automática entre el dólar estadounidense y el oro. Por otra parte, la experiencia posterior con la *serpiente en el túnel* y la quiebra irreversible de este sistema a finales de 1975, nos deja una evidencia clara: una serie de monedas mantienen una disciplina cambiaria muy estricta, disciplina que se manifiesta a través de su tasa de cambio cuasi fija frente al Marco alemán y, en consecuencia, unas tasas de cambio entre ellas también cuasi fijas. El Gráfico 1 nos manifiesta cómo la cotización del Marco alemán es cuasi constante expresada en las monedas de Holanda y Austria desde inicios de los años setenta en adelante⁶. Este núcleo originario es lo que se ha denominado el “área Marco”, área que ha llegado a conformar una realidad que en gran medida se aproximaría a la idea de un A.M.O: *de facto*, ha sobrevivido más de cuatro décadas con las tasas de cambio cuasi fijas. Esta área monetaria, en la cual las monedas de países pequeños se *anclan* a la del país grande, tiene una importancia económica que no se debe desdeñar: los dos países citados más arriba más Alemania aportaban en la época algo más de la mitad del P.I.B. de la antigua C.E.E.

Esta área Marco inicial se fortalece claramente cuando a principios de los años ochenta el franco belga/luxemburgués inicia también una dinámica de tipo de cambio fijo frente al Marco alemán, y el éxito se reafirma cuando, a finales de esa década, el franco francés y la corona danesa se suman también a esta dinámica⁷. En síntesis, tenemos un área Marco ampliada que, desde mediados los años ochenta, abarca más de dos tercios del P.I.B. de la C.E.E. y que convive, en el interior del S.M.E., con los países de la banda ancha (España, Portugal, Italia, y el Reino Unido⁸) y con los países que estaban fuera de banda (Grecia,

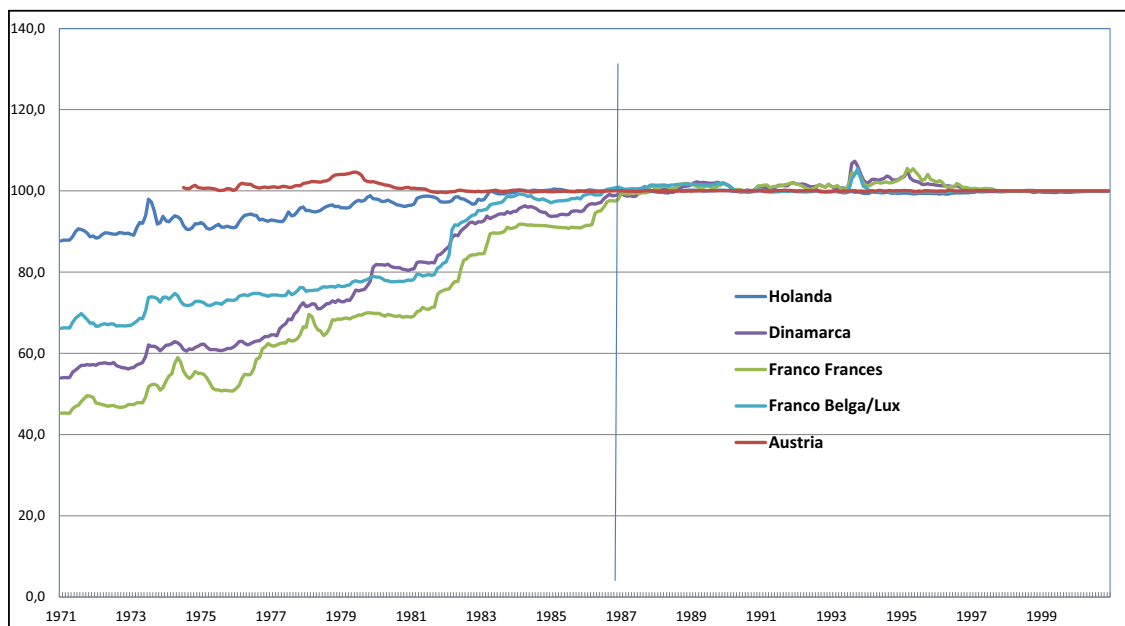
⁶ Nótese que el área Marco abarcaba también a países extra C.E.E. El caso más llamativo es el de Austria, que se incorpora a la Unión años más tarde, en 1995.

⁷ Nótese que esta convergencia en las tasas de cambio se materializa dentro de un S.M.E. en el cual estas divisas se movían por la banda estrecha, con un margen de fluctuación sobre un pivóte predeterminado del +/- 2,25 %.

⁸ La banda ancha del Mecanismo de Cambios del Sistema Monetario Europeo estaba pensada como una situación transitoria en el camino a la banda estrecha, para aquellos países que podrían tener dificultades en el control de la inflación. Por esto mismo se les permitía desviaciones del +/- 6 %, sobre una paridad central que, de iure, estaba expresada en ecus y, de facto, en Marcos alemanes.

aunque formaba parte del S.M.E. desde la recomposición del Écu el 17/09/1984, se incorpora al mecanismo de cambios el 16/03/1998, meses antes del examen del Euro). Estos últimos mantienen unas relaciones con el Marco alemán en las que la apreciación de este último es la característica principal, tal y como queda reflejado en el Gráfico 2. En algunos periodos (por ejemplo, desde mediados de los años 1980 hasta 1992) algunas de estas monedas periféricas han sido capaces de mantener tasas de cambio cuasi fijas frente al Marco alemán, dinámica que explota a partir de la segunda mitad de 1992.

GRÁFICO 1. MONEDA NACIONAL (2000 = 100) POR UN MARCO ALEMÁN



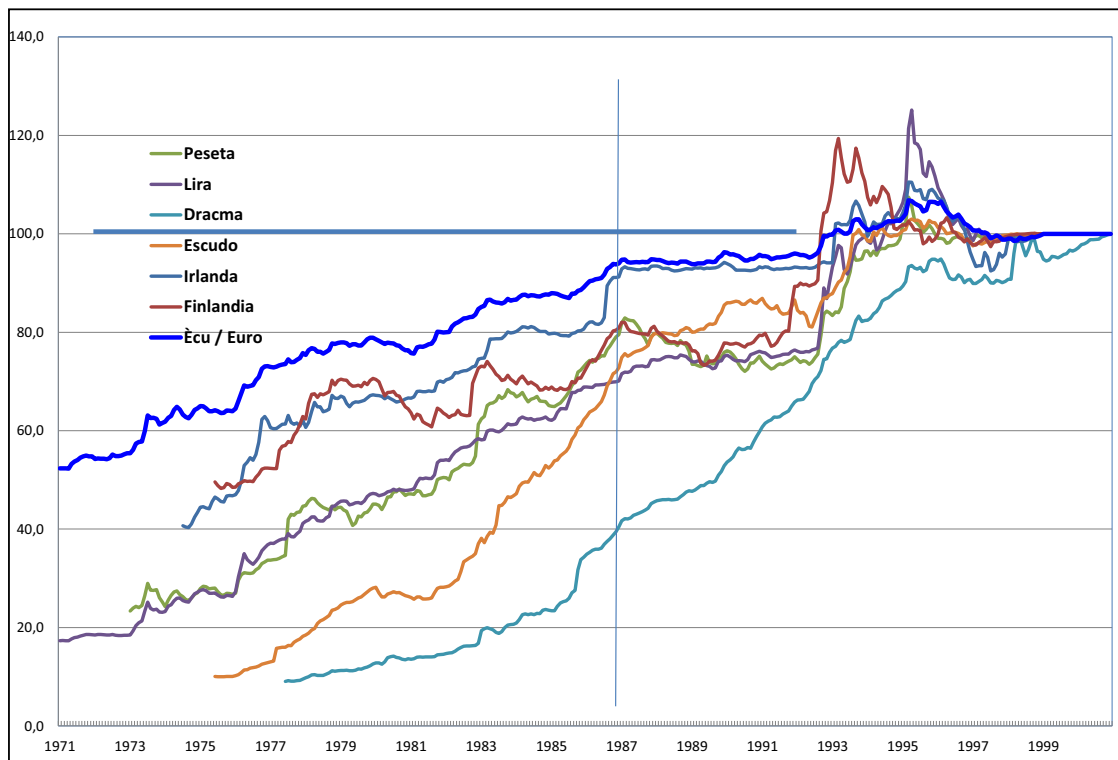
En efecto, esta estabilidad frente al Marco estaba basada en unos *diferenciales de inflación* que iban en aumento con el paso del tiempo, y que no se traducían en una depreciación de las monedas más inflacionistas debido al mantenimiento (adicional) de unos diferenciales de tipos de interés sustanciales con respecto a la mencionada área Marco⁹. En el momento en el cual Alemania sube sus tipos de interés, el diferencial frente a los periféricos se reduce y la tasa de cambio recupera su nivel de equilibrio en el largo plazo a

Italia forma parte del mecanismo de cambios del Sistema Monetario Europeo desde su inicio (13/03/1979) y estaba situada en la banda ancha. La peseta se incorpora a la banda ancha tres años después de su adhesión a la U.E. (19/06/1989) con una paridad central de 65 pesetas por Marco alemán, y el escudo lo hace algo más tarde (06/04/1992). El Reino Unido (la libra esterlina) forma parte del S.M.E. (en la definición del ecu, por ejemplo) y se integra en la banda ancha el 08/10/1990, y el dracma griego mantiene una trayectoria similar: forma parte del S.M.E. y se integra en el mecanismo de cambios (16/03/1998) como condición previa para pasar al euro.

⁹ Esta situación refleja el conocido "trilema" de que con tipos de cambio fijos y libertad de movimientos de capitales no se puede mantener una política monetaria autónoma (los tipos de interés se ajustan para mantener la estabilidad del tipo de cambio).

través de la neutralización del diferencial de inflación acumulado. Este proceso ha llevado a una de las etapas de mayor inestabilidad monetaria que hemos visto en Europa desde la Segunda Guerra Mundial¹⁰.

GRÁFICO 2. MONEDA NACIONAL (2000 = 100) POR UN MARCO ALEMÁN



Así pues, esta dinámica dual y diferenciada de las monedas europeas frente al Marco alemán, en la cual unas divisas mantienen los cambios cuasi fijos y las otras aprecian sustancialmente la divisa alemana, sería el reflejo de una dinámica, también dual, en lo que se refiere a las tasas de inflación. Por lo tanto, en principio no sería descartable que esta realidad responda a las implicaciones de la paridad del poder adquisitivo y de los tipos de interés. En efecto, las tasas de cambio, en el largo plazo, compensan (neutralizan) los diferenciales de inflación y en las etapas en las que esto no sucede, habría que volver la vista hacia otro de los determinantes fundamentales de los tipos de cambio que pueda actuar como elemento compensador: los tipos de interés. Los países del área Marco mantienen las tasas de cambio estables entre ellos (constituyendo un A.M.O. cada vez más amplia geográficamente) en la medida

¹⁰ Entre junio de 1992 y finales de 1996 el precio del Marco alemán se multiplicó por 1,34 expresado en pesetas, por 1,31 expresado en liras Italianas, por 1,49 en dracmas griegos, por un 1,13 en escudos. etc. El incremento de los tipos de interés en la Alemania recién unificada, y por extensión en toda el área Marco, produjo una apreciación del Marco alemán en los países de la banda ancha que hizo que algunos de ellos prefiriesen dejar el mecanismo de cambios. La lira italiana y la libra esterlina abandonan dicho mecanismo el 17/09/1992. La libra esterlina no se volvió a incorporar y la lira lo hace el 25/11/1996, pero ahora ya en la banda estrecha.

en la cual mantienen, todos ellos y en el medio plazo, unos diferenciales de inflación muy reducidos y, por lo tanto, unos diferenciales en los tipos de interés también muy pequeños. Los países fuera del área Marco (y en la banda ancha del antiguo S.M.E.) mantienen inflaciones muy superiores a las que se detectan en la banda estrecha y, como un componente añadido, inflaciones muy dispares entre ellos mismos¹¹.

La tasa de cambio de una moneda frente a otra viene determinada, principalmente, por el diferencial de inflación que existe entre las dos economías. Cuando esta tasa de cambio es cuasi fija, está revelando que estos diferenciales son cuasi nulos. Este criterio se ha introducido tal cual en el Tratado de Maastricht, haciéndolo acompañar de otro semejante en lo que se refiere a los tipos de interés, ya que estos tipos podrían compensar desviaciones de la tasa de cambio en torno al diferencial de inflación¹². La convergencia de las tasas de inflación de las distintas regiones sobre las inflaciones más bajas durante la década de los noventa para pasar el examen de la moneda única en 1998, estuvo acompañada de tasas de cambio muy estables desde 1996 en adelante, y de tipos de interés también convergentes sobre los más reducidos. Ésta era la filosofía de Maastricht: convergiendo las inflaciones de los países candidatos sobre las tasas más bajas, tenemos inflaciones bajas, tasas de cambio estables y tipos de interés reducidos, todo ello muy al gusto del Bundesbank. Los países que cumplieran estas condiciones monetarias podrían pasar a formar parte de la moneda única. Y aquí está uno de los errores de construcción de la zona Euro: veamos.

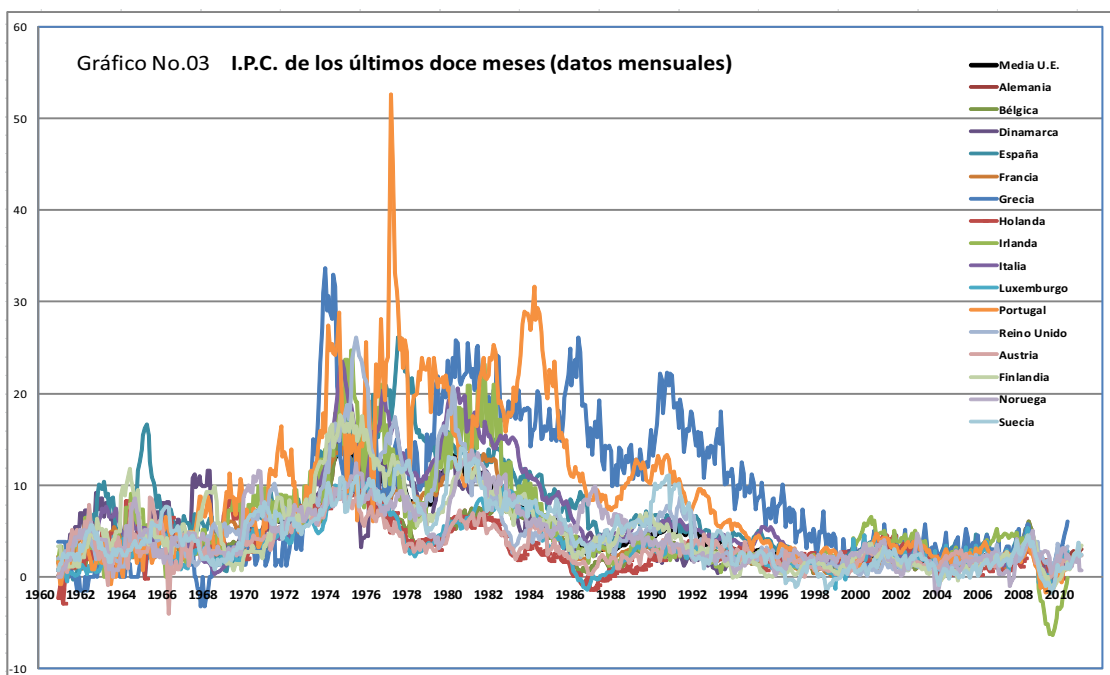
Los países que satisfacían los criterios de Maastricht adoptaban la moneda única y, una vez en la zona Euro, sólo tenían que cumplir con el Pacto por la Estabilidad y el Crecimiento (en adelante P.E.C.). Este pacto, como tendremos ocasión de estudiar con posterioridad, introducía únicamente algunas restricciones en la gestión del gasto público. Pero en lo que significaba el control de la inflación y de los tipos de interés, este asunto se dejaba en manos de los estabilizadores automáticos del mercado único asociado a la zona Euro. En efecto, como en un A.M.O. plenamente desarrollada, la libre circulación de mercancías garantizaba la homogeneidad de las tasas de inflación entre todas las regiones que la componían. En otras palabras, las disparidades regionales en las tasas de inflación eran producto de imperfecciones en la libre circulación de mercancías que se corregían con la ya veterana política de competencia desarrollada por la propia Comisión de la U.E. Y esto, diez años más tarde, se reveló como un error.

¹¹ Estas inflaciones tan dispares entre los países periféricos impiden pensar razonablemente que toda la periferia europea sea un A.M.O., por ejemplo, con una moneda única para todos ellos.

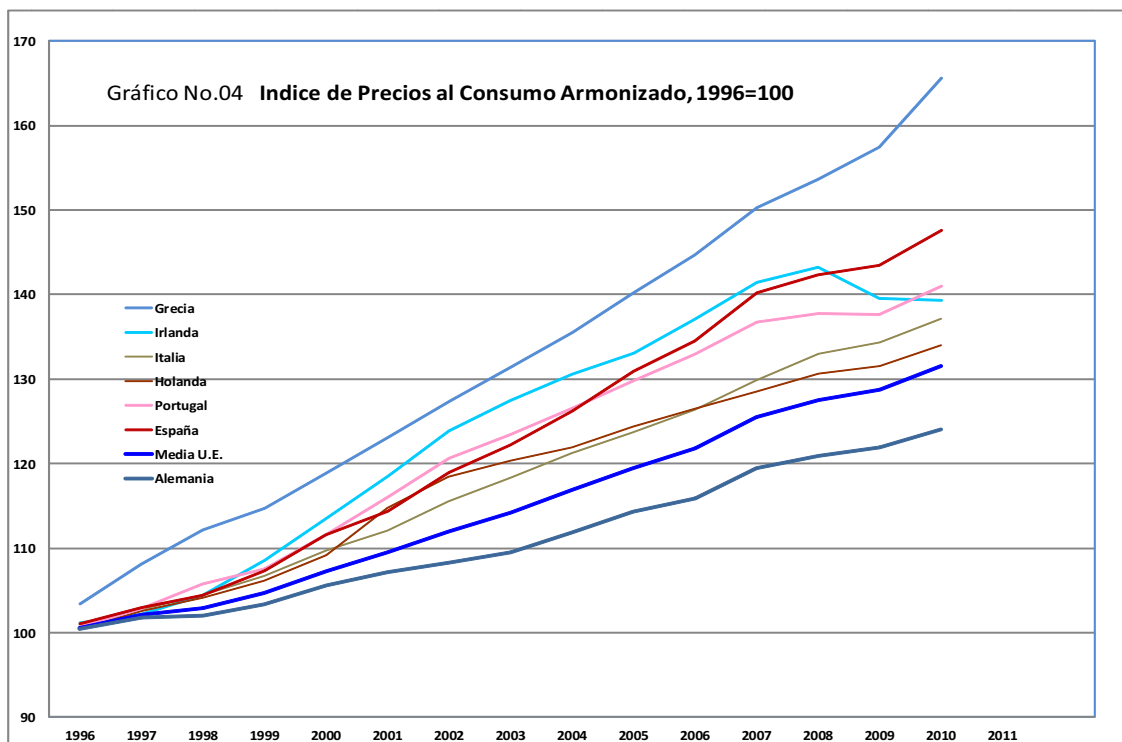
¹² El caso español e italiano desde mediados de los ochenta a finales de 1992 ilustra esta relación. La lira y la peseta mantuvieron una tasa de cambio cuasi fija frente al Marco alemán compensando unos diferenciales de inflación al alza con unos tipos de interés muy superiores a los alemanes. Cuando Alemania eleva sus tipos a principios de los noventa (en plena reunificación) el diferencial de tipos de interés disminuye y la tasa de cambio neutraliza los diferenciales de inflación acumulados: frente a una cotización media de 63,5 Pesetas por Marco entre 1986 y 1992, el Marco alcanza las ochenta pesetas en 1993.

Los diferenciales de inflación: una cuestión de fondo

En definitiva, el Tratado de Maastricht (1992) y el programa de creación de la moneda única está inspirado en la experiencia acumulada por el área Marco y en la teoría económica más ortodoxa: incorporar las monedas de la banda ancha a la banda estrecha (al área Marco, ahora área Euro) implica que esos países reduzcan sus diferenciales de inflación frente al Marco. En efecto, la información disponible en el Gráfico 3 nos está indicando cómo los diferenciales de inflación se redujeron al mínimo a finales de 1998 (en el momento del examen) y cómo, a partir de ahí, ya cumplida la tarea, algunos países recuperan y revitalizan la tradición inflacionaria más recalcitrante. El ejemplo más claro es Grecia. El Gráfico 4 pone de manifiesto que los precios en Grecia se han multiplicado desde 1996 a finales de 2010 por un factor de 1,66 frente a una media Euro de 1,30. En Portugal este coeficiente es de 1,41, en España de 1,48 y en Irlanda 1,40. En Alemania dicho coeficiente se queda en el 1,24. Dicho en otras palabras, dentro del Euro, los precios en España han crecido un 20 por ciento más que en Alemania, y en Grecia cerca de un 35 por ciento más.



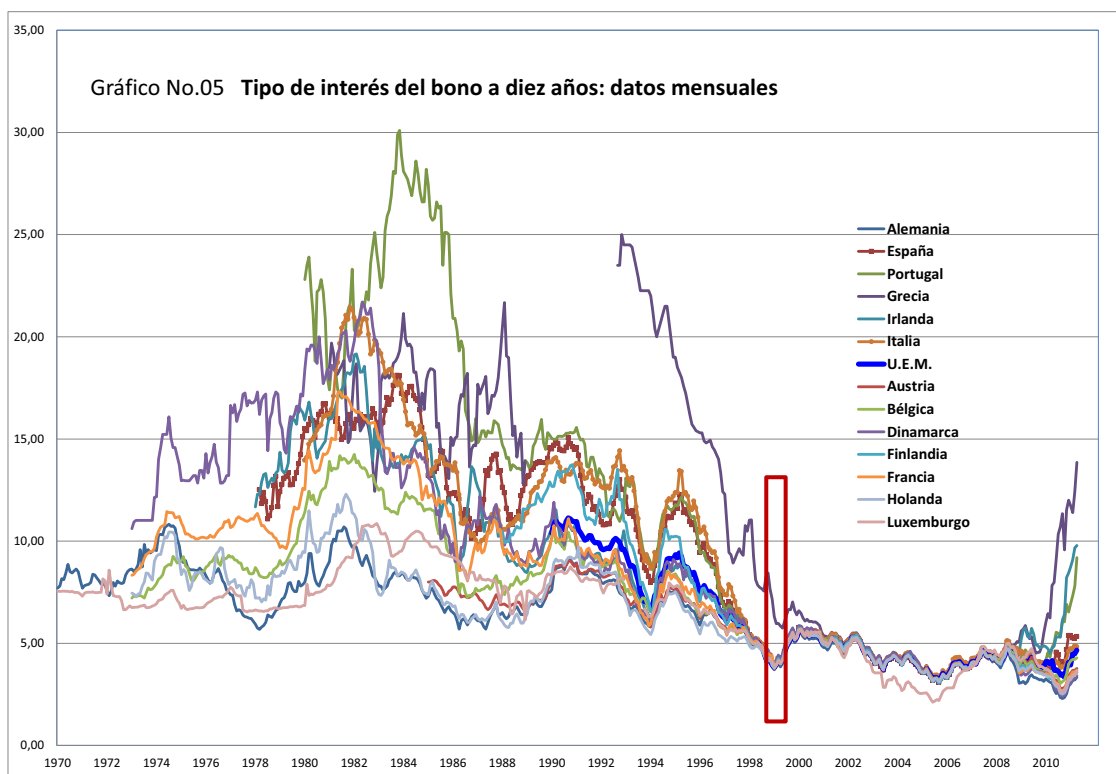
En la información contenida en el gráfico anterior, debemos destacar el caso de Italia. En el gráfico hemos retenido todos los países con una inflación superior a la media y nos hemos encontrado, por este orden, con Grecia, España, Portugal, Irlanda y, ya muy cercanas a la media, con Holanda e Italia juntas, con un crecimiento de precios de 1,35 (frente a una media U.E. de 1,30). Curiosamente, un país del área Marco acompañando a Italia en la senda inflacionaria. Como tendremos ocasión de ver más adelante, Italia es el último adherente al área Marco, un país que ha tenido, dentro del área Euro, muy buen desempeño en lo relativo a la inflación.



En cierta medida, un buen criterio para determinar el ámbito territorial de una A.M.O. es el de los *clubes de convergencia* entre los diferenciales de inflación. En consecuencia, la zona Euro estaría compuesta por 1) un área monetaria integrada (quizás cuasi óptima) que abarcaría el área Marco ampliada (las monedas de la antigua banda estrecha del Sistema Monetario Europeo, Italia incluida); 2) una serie de países muy distintos entre sí que se podían agrupar por su antigua pertenencia a la banda ancha (España, Portugal, e Irlanda) y candidatos a incorporarse a la zona Marco y 3) el caso de Grecia como una anomalía a tratar individualmente.

A esta convergencia en lo que significa las dinámicas inflacionarias de los distintos países se suma también, como consecuencia lógica, la convergencia entre los tipos de interés (de la deuda pública a largo plazo, léase los bonos del Estado a un plazo de diez años). En ausencia de prima de riesgo por tasa de cambio, y en ausencia también de cualquier riesgo de impago soberano, la convergencia en las tasas de inflación no sólo hace converger las tasas de cambio sino que, además, hace converger también los tipos de interés, tanto nominales como reales. Esta situación queda recogida en el Gráfico 5. Los tipos de interés más elevados se corresponden con Grecia (que convergen más tarde), mientras que los tipos de Italia, España y Portugal (muy semejantes entre sí) convergen ya desde mediados de 1996 en un tipo de interés cuasi único para todo el contexto europeo. Este tipo de interés estuvo vigente hasta finales de 2008, cuando la situación explota, después de 50 trimestres (trece años) de un tipo de interés cuasi único para un producto, en sí, heterogéneo.

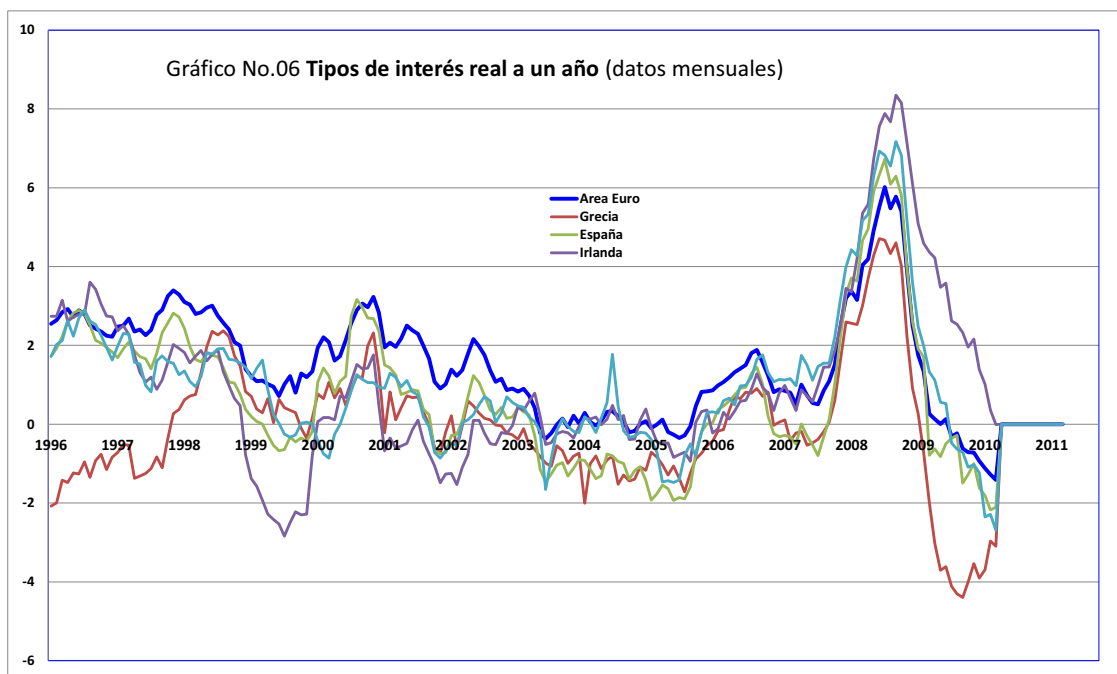
La crisis financiera vino a poner en evidencia que, aunque los bonos a diez años tenían un precio casi único, estaban siendo emitidos por 17 administraciones nacionales diferentes, con 17 tasas de inflación distintas y con 17 balances fiscales distintos. Lo único que tenían en común es su denominación en Euros. Expresada en estos términos, la situación no planteó problemas mientras las inflaciones eran muy similares y, lo que es muy relevante, mientras los balances fiscales estaban equilibrados: esto es, eran muy semejantes entre sí. En cuanto esta situación cambia, los diferenciales de interés comienzan a tener magnitudes considerables y a mostrar trayectorias marcadamente divergentes. Una de las cuestiones que estimamos especialmente remarcable a este respecto es la existencia de una clara correlación entre la clasificación de los países atendiendo al diferencial de tipos de interés con respecto a Alemania y la clasificación de países atendiendo al diferencial de inflación, medida esta última que puede aproximar la evolución de la competitividad de cada país miembro. De nuevo, los diferenciales de inflación se muestran como un elemento clave.



Sin embargo, no acaba aquí la explicación de la relevancia de los diferenciales de inflación en el seno de la zona Euro. La adopción de una política monetaria y moneda comunes, se ha planteado desde un principio como el colofón del proceso de integración monetaria europeo. Ahora bien, el dispar crecimiento regional de los precios en un contexto de un tipo de interés único, puede poner a prueba la viabilidad de la unión monetaria en la medida en que genera tipos de interés reales que pueden tener variaciones interregionales muy

importantes. Por lo tanto, estamos ante otra de las vertientes en las que las diferencias en las tasas de inflación reviste una importancia mayúscula.

El Gráfico 6 recoge los tipos de interés real a un año para aquellos países de la zona Euro en los cuales la inflación ha sido más intensa que la media¹³. El gráfico nos muestra, en primer lugar, cómo para la zona Euro en su conjunto, entre 2003 y 2005, los tipos de interés reales han sido prácticamente nulos. Ahora bien, este fenómeno se magnifica al considerar aquellos países que tienen mayor inflación. El gráfico anterior nos muestra también cómo estos tipos de interés reales han sido muy reducidos desde 1999 en adelante y frecuentemente negativos, sobre todo en España y Grecia. En España, entre 2003 y 2005, los tipos reales a un año oscilaban en la banda del menos uno al menos dos por ciento anual, manteniéndose Irlanda y Portugal con tipos cercanos al cero o ligeramente negativos.



En síntesis, inflaciones elevadas provocan tipos de interés reales bajos y/o negativos que tienen efectos expansivos sobre la demanda y sobre la propia inflación, retroalimentándola, sobre todo en etapas muy alcistas del ciclo económico¹⁴. A esto habría que añadir que las diferencias en los tipos de interés reales también tienen importantes implicaciones en la evolución de

¹³ Los tipos de interés reales a un año los hemos calculado, a partir de información tomada de Eurostat, como la diferencia, para cada mes, entre el Euribor a un año (el llamado Euribor hipotecario) vigente ese mes y la inflación observada en los doce meses siguientes.

¹⁴ Entre 2000 y 2007 las economías periféricas (sobre todo Grecia e Irlanda) han mantenido tasas de crecimiento muy elevadas (superando el 4% anual frecuentemente), tasas de crecimiento que están directamente ligadas al sector de los no comerciables, a tipos de interés reales reducidos y a financiación abundante.

los mercados de activos tanto financieros como reales. A este respecto, la dimensión de las burbujas inmobiliarias en algunos de los países con los tipos de interés más bajos (por ejemplo, España e Irlanda) y los posteriores efectos sobre la estabilidad financiera del desplome del precio de dichos activos, constituye una evidencia muy reveladora de las consecuencias derivadas de una política monetaria única que no se ajusta a problemática específica de cada uno de los países de la zona Euro.

La geografía de las áreas monetarias óptimas

El argumento que estamos utilizando aquí es que tenemos un área monetaria óptima cuando las tasas de cambio de los países integrantes son cuasi fijas a largo plazo y, por lo tanto, las inflaciones y los tipos de interés resultan muy semejantes entre sí. A lo que hasta ahora ha sido un estudio descriptivo de la evolución temporal de estos fundamentales, vamos a tratar de darle una mayor consistencia a través del *análisis de clústeres*. Esta metodología agrupa los casos semejantes (países) en función de su similitud en el comportamiento de una variable¹⁵. Vamos a realizar este análisis siguiendo el mismo orden que hemos mantenido aquí: tasa de cambio, inflación y tipos de interés a largo¹⁶.

En lo que se refiere a la tasa de cambio, partimos de una matriz que recoge, para cada X_{ij} , la cotización media mensual del Marco alemán en el mes i en términos de la moneda j . Esta información está disponible, para un conjunto amplio de países, desde junio de 1977 a diciembre de 1998 (inicio de la moneda única). El dendograma de esta matriz identifica claramente el área Marco al agrupar en un primer nivel las monedas de Bélgica/Luxemburgo, Dinamarca, Francia, Austria, Reino Unido, Holanda y Alemania. De este primer grupo no se han incorporado al Euro, aunque lo podrían haber hecho, Dinamarca y el Reino Unido. Una segunda área estaría integrada por Finlandia, Noruega e Irlanda, área de la cual Noruega no forma parte de la Unión Europea y los otros dos se incorporan al Euro. Un tercer grupo lo integran España, Italia y Suecia, país este último que, pudiendo entrar en el Euro, decide quedarse fuera. Portugal, aunque no forma región con nadie, presenta alguna similitud con el grupo de España e Italia, y, como si de un residuo inclasificable se tratara, nos encontramos al caso griego (véase Figura 7).

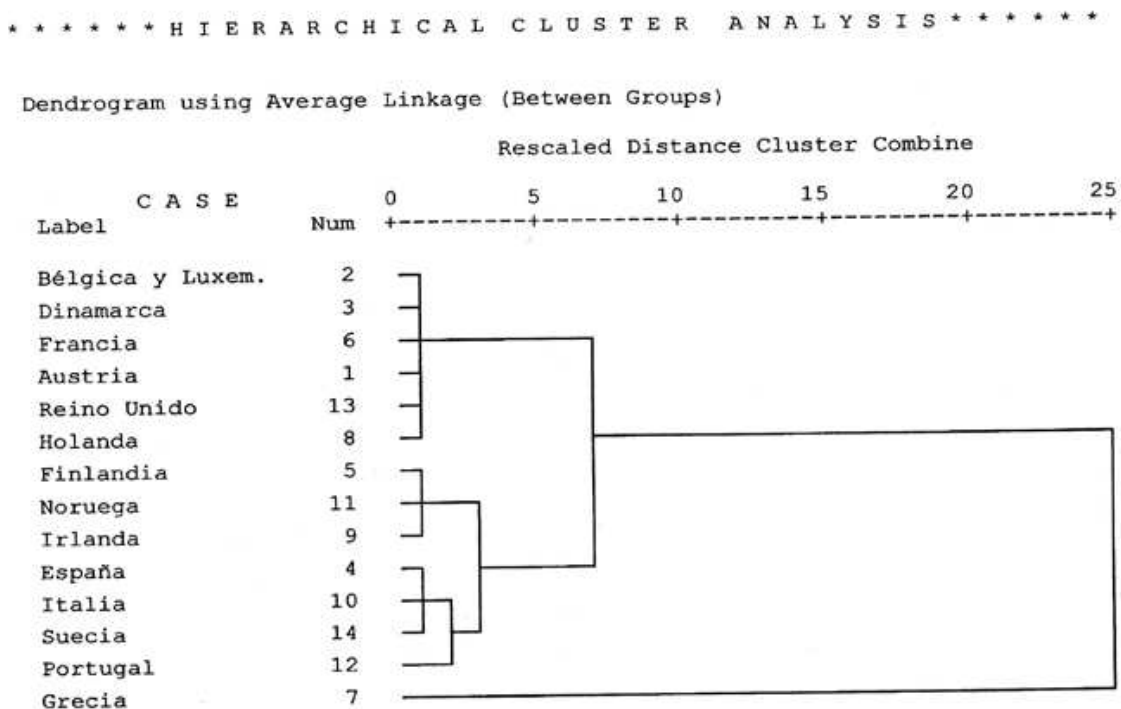
Desplazándonos hacia la derecha de la figura, se detectan claramente dos regiones: el área Marco (seis países más Alemania) y una segunda región ya más heterogénea (compuesta por dos zonas) que se ubica claramente en la periferia geográfica europea. Y un añadido muy particular: Grecia.

¹⁵ Más concretamente, en nuestro trabajo aplicamos un método *cluster* jerárquico aglomerativo, utilizando como medida de disimilaridad la distancia euclídea y como algoritmo de agrupamiento la vinculación media intergrupos.

¹⁶ Estos valores han sido tomados del Banco de España, del Instituto Nacional de Estadística, Eurostat y de Pacific Exchange Rate Service de la Universidad de British Columbia. Estos mismos datos son los que se encuentran representados gráficamente en los cuadros Nos.01 a 06.

En lo que se refiere a la inflación, compusimos la matriz de partida en la cual cada X_{ij} es la inflación media de los últimos doce meses, en el mes i del país j . Esta información está disponible para un conjunto de países desde diciembre de 1960 a febrero de 2011. Los resultados de la clusterización de esta matriz están recogidos en el dendograma de la Figura 8. Este resultado nos ofrece cuatro zonas, las dos primeras vinculadas entre sí: la antigua área Marco (Holanda, Luxemburgo, Bélgica, Austria y Alemania) vinculada a una segunda zona en la que figuran los países que se han ido incorporando en la década de los ochenta: Dinamarca, Suecia, Noruega, Francia, Finlandia y el Reino Unido. Con esta segunda región, tenemos el área Marco ampliada. Ahora bien, nos quedan dos regiones más: una tercera que se sumaría a la anterior (España, Italia e Irlanda en trance de incorporarse) y dos casos particulares, semejantes entre sí en lo que a su comportamiento inflacionario se refiere: Portugal y Grecia.

FIGURA 7: CLUSTERIZACIÓN DE LA MATRIZ DE TIPO DE CAMBIO MEDIO: JUNIO 1977 A DICIEMBRE 1998



Al respecto de los tipos de interés de las deudas públicas a 10 años, la situación es semejante a las anteriores. En este caso, el X_{ij} es el tipo de interés de esta deuda en el mes i del país j . Los datos recogen el periodo octubre 1993 a abril 2011 para la serie de países recogida en la Figura 9. Los resultados revelan la existencia de una región muy numerosa que englobaría al área Marco ampliada y una región adicional que englobaría a los países de la periferia del Euro, con los añadidos de Suecia y el Reino Unido. Finalmente, hay otra vez un caso singular y atípico: Grecia.

FIGURA 8: CLUSTERIZACIÓN DE LA MATRIZ DE INFLACIONES ANUALES: DICIEMBRE 1960 A FEBRERO 2011

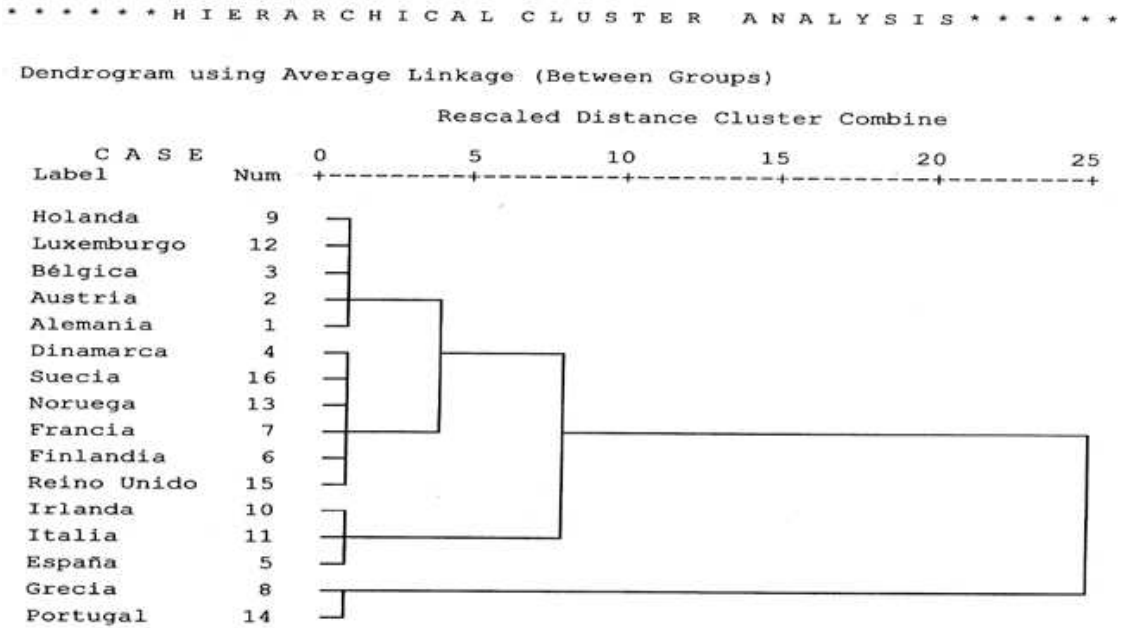
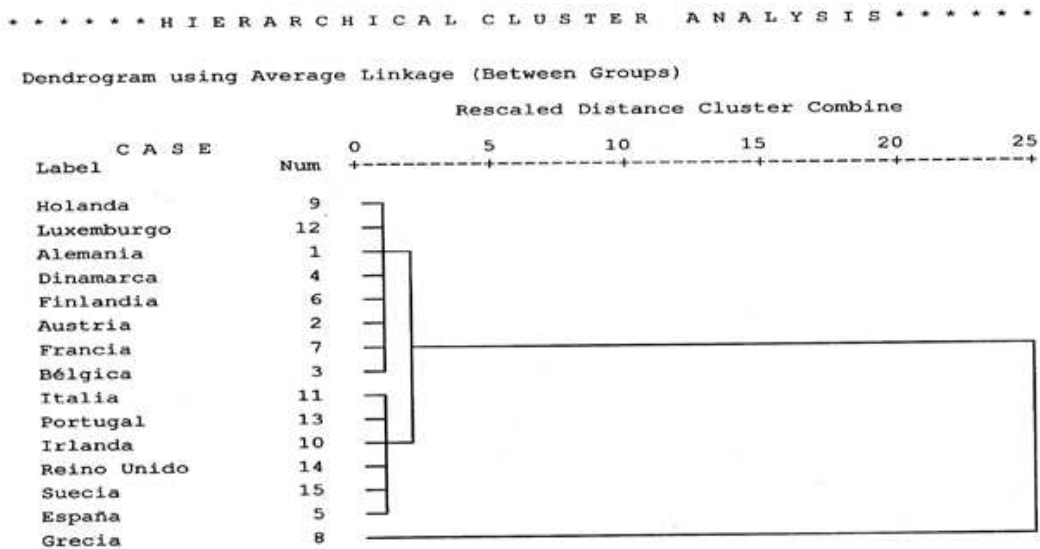


FIGURA 9: CLUSTERIZACIÓN DE LA MATRIZ DE TIPOS DE INTERÉS A 10 AÑOS: OCTUBRE 1993 A ABRIL 2011.



En definitiva, los dendogramas anteriores nos están confirmando algo que ya sabíamos: la existencia de un área monetaria muy integrada (tasas de cambio cuasi fijas, inflaciones semejantes y tipos de interés similares) que englobaría el área Marco ampliada (incluyendo a una Italia en claro proceso de adhesión)



y tres satélites adicionales que serían España, Irlanda y Portugal. El caso de Grecia parece inclasificable por lo singular y genuino de su evolución¹⁷.

3. LA VIABILIDAD DE UN ÁREA MONETARIA SIN UN PRESUPUESTO CENTRALIZADO

Aunque, de acuerdo con la teoría de las A.M.O., una unión monetaria en Europa debería ir acompañada de la existencia de un presupuesto centralizado de cierta magnitud que permita amortiguar los efectos de los shocks negativos que sufren los distintos países, la realidad es que el área Euro no dispone de un presupuesto público de estas características. Así, en la práctica, la viabilidad de un presupuesto europeo y su capacidad de hacer frente a impactos (internos o externos), choques (simétricos o asimétricos) o cualesquiera alteraciones que puedan afectar a la Unión, son particularmente reducidas.

En primer lugar, el presupuesto comunitario es, en términos absolutos, una cifra considerable: sobre 125.000 millones de Euros en 2010¹⁸. Por el contrario, en términos relativos, el presupuesto comunitario es casi insignificante: este presupuesto está estabilizado en el entorno del 1,1 por ciento del P.I.B. comunitario y del 2,1 por ciento del gasto público total (consolidado) de todas las administraciones públicas de la Unión. Ahora bien, esta insuficiencia en el volumen presupuestario no impide las *transferencias* que se dan, en el interior del presupuesto, desde los países más centrales en la Unión, hacia los países más periféricos. El saldo entre lo que un país aporta al presupuesto U.E. y lo que el país recibe desde ese mismo presupuesto¹⁹ resulta positivo y cuantioso en los países del sur de Europa, hasta tal punto que en la década de los ochenta eran frecuentes las aportaciones (a Grecia o a Irlanda, por ejemplo) cercanas al 10 por ciento del P.I.B. anual. Aun así, para los años noventa, el saldo positivo supera, en algunos años y en algunos países, el cuatro por ciento del P.I.B. A partir de 2005 estos saldos disminuyen de forma radical debido a que los países de la nueva ampliación al Este entran en la U.E. en una situación de pobreza relativa mayor.

En definitiva, el área Euro forma parte de la Unión Europea, y esta última dispone de un presupuesto muy reducido en términos relativos. Pero, aun así, los efectos redistributivos de este presupuesto no pueden calificarse como desdeñables. Entre un 20 y un 25 por ciento del presupuesto total de

¹⁷ El ejercicio anterior lo hemos realizado también marcando dos periodos diferentes: hasta 1998 y desde 1999 en adelante, tanto para la inflación como para los tipos de interés. Los resultados del tramo 1999 y siguientes son los que nos permiten afirmar la evolución de Italia hacia el área Marco, tanto en términos de inflación como en términos de los tipos a 10 años. Por lo demás, el resultado de estos ejercicios confirman los resultados obtenidos para el periodo completo, que son los que se exponemos aquí.

¹⁸ Nótese que la primera intervención en Grecia ascendió a 110.000 millones de euros.

¹⁹ Los *saldos operacionales netos* recogen la diferencia entre lo que un país aporta al presupuesto de la Unión y lo que recibe de ella. Esta diferencia descuenta aquellos gastos que no pueden ser nacionalizados, como por ejemplo, los gastos de funcionamiento, la ayuda exterior, etc., y descuenta también la corrección británica. Véase Commission Européenne: Budget de l'UE 2009 — Rapport Financier. Bruselas, 2010, y ejemplares anteriores.

la Unión (25.000 millones de Euros anuales a precios de 2010) abandona los contribuyentes netos y se dirige hacia los países receptores netos, en una especie de solidaridad internacional forzosa y forzada por las propias características del presupuesto. Ésta es una lección que los países centrales han asimilado perfectamente: no puede haber un presupuesto en la zona Euro sin que, casi por su propia definición, incluya un carácter redistributivo muy acentuado. No sería descartable que la interiorización de esta premisa lastre las posibilidades de avanzar hacia un presupuesto de dimensiones superiores al existente en la actualidad.

Al hilo de este tipo de consideraciones lo más lógico sería concluir que la zona Euro no será nunca un área monetaria óptima, ya que no dispondrá de un presupuesto *federal* que se pueda hacer cargo de impactos asimétricos en alguna de sus regiones y, por el contrario, se impone la realidad de los presupuestos nacionales de los países miembros, prácticamente sin coordinación alguna entre ellos.

Dos visiones en conflicto: normas presupuestarias rígidas versus flexibilidad fiscal

Lo cierto es que, a pesar de la inexistencia de un presupuesto centralizado, la integración monetaria en el área Euro, *de facto*, funcionó razonablemente bien (y según lo previsto) desde su puesta en marcha en 1999 hasta finales de 2008. A lo largo de estos años, y salvo excepciones muy puntuales, el P.E.C. se estaba cumpliendo de forma bastante aceptable. Este pacto obliga a los países que han decidido pasar a formar parte del Euro (tras haber cumplido satisfactoriamente las condiciones de Maastricht) a mantener unos déficit públicos inferiores al tres por ciento del P.I.B., porcentaje que se puede sobrepasar únicamente en circunstancias excepcionales ²⁰. Esta realidad es consistente con la visión de que la instrumentación de las políticas fiscales nacionales en el marco de una unión monetaria debe estar disciplinada por normas explícitas sobre el tamaño de los déficits públicos nacionales. Se trata de un planteamiento que se encuentra plasmado en el Tratado de Maastricht y en el P.E.C.

Sin embargo, el escenario anterior cambia radicalmente con la crisis económica que se inicia en EE. UU. a mediados de 2007 y con el posterior contagio a Europa. A merced de la crisis financiera, y la consiguiente recesión, los estados europeos inician una etapa de expansión de los déficit públicos, de tal modo que a partir de 2009 incumplen el *protocolo de déficit excesivo*, superando el seis por ciento del P.I.B. para el conjunto de la zona Euro en 2009 y 2010. Este déficit excesivo para el bloque de la Eurozona, se distribuye de

²⁰ Estas circunstancias se refieren a que se permitirían déficits superiores al tres por ciento del P.I.B. en el caso de que un país creciera negativamente dos años consecutivos y que el resultado de esta recesión, significara una pérdida de un tres por ciento o más del P.I.B. nacional.

forma desigual entre los países miembros, tal y como nos muestra el Cuadro 10. En efecto, serán los países periféricos aquellos en los que el déficit público avanza más rápido y alcanza valores más notables²¹. En 2008 incumplen claramente el P.E.C. Grecia, Irlanda, Portugal y España. En 2009 a los países anteriores se añaden Holanda, Francia, Italia y Austria. Y en 2010 estaba ya toda el área Euro en déficit excesivo, excepción hecha de Finlandia y Luxemburgo. Estos déficits alcanzan valores muy elevados, por ejemplo, en Irlanda. Este país llega a 2007 con un presupuesto muy equilibrado. En 2008 incurre en un déficit del 7,3 por ciento, que pasa a ser del 14,3 en 2009 y que alcanza el 32,4 por ciento de su P.I.B. en 2010, tras nacionalizar la práctica totalidad de su sistema bancario. Otro caso particular es el de Grecia, que, con un déficit permanentemente superior al tres por ciento desde 1995 en adelante²², alcanza un déficit del 9,8 en 2007, un 15,4 en 2008 y un 10,5 en 2009. Déficit superiores al 10 por ciento solo se detectan, para 2009, en Portugal y en España (10,1 y 11,1 respectivamente). Esta expansión de los déficits públicos eleva los porcentajes de deuda pública por encima del sesenta por ciento exigido en Maastricht, de tal manera que, a finales de la década de 2000, los grandes países de la U.E.M. sobrepasaban claramente aquel máximo, tal y como queda reflejado en el cuadro anterior.

Ahora bien, en la medida en que la respuesta a la crisis económica depende de cada administración nacional, no debiera resultar sorprendente que los déficits públicos, y las deudas públicas, mostrasen unos rendimientos con trayectorias de crecimiento divergentes, de tal modo que el rendimiento de la deuda emitida por aquellos Estados aquejados de mayores problemas de solvencia y/o liquidez empezara a aumentar exponencialmente, como recoge el Gráfico 11. Es más, esta constatación sería consistente con uno de los planteamientos de la teoría de las A.M.O. según la cual las autoridades fiscales nacionales deberían mantener un margen suficiente de flexibilidad y autonomía a la hora de gestionar sus presupuestos. Nótese que esta visión entraría en conflicto con la que defiende como principio el establecimiento de normas rígidas de disciplina fiscal.

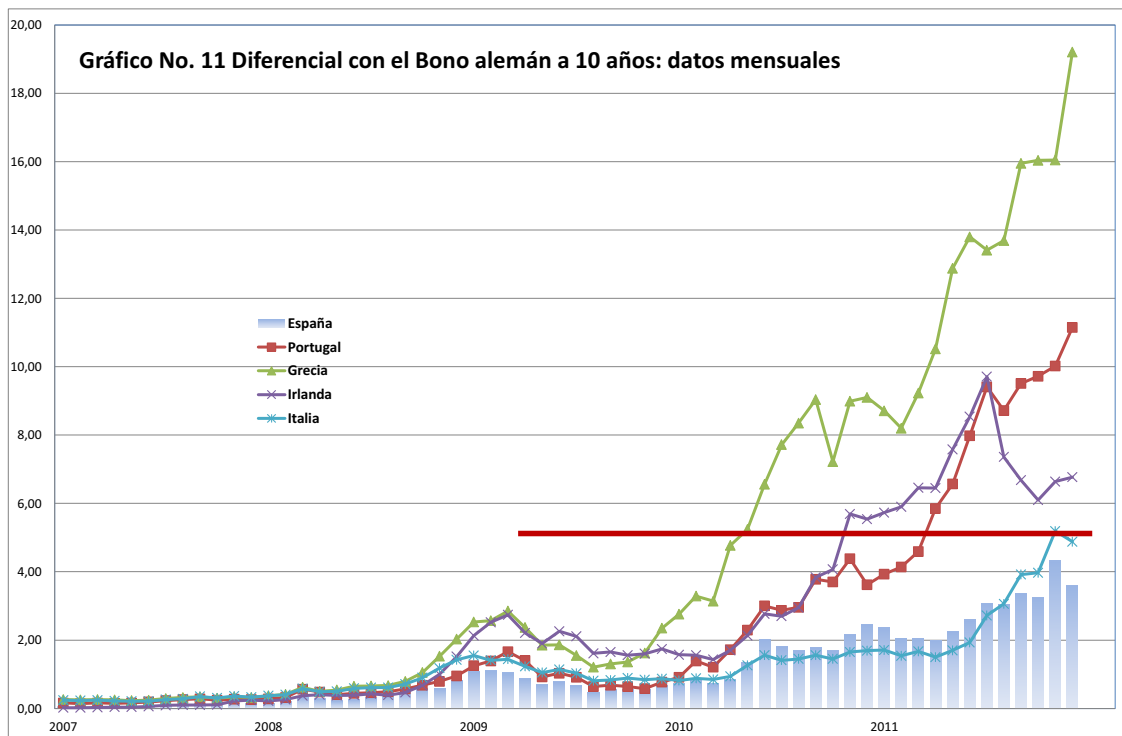
²¹ Debemos hacer notar que la medición del déficit o la deuda públicos en relación al total del P.I.B. introduce asimetrías considerables en el análisis. En efecto, una medición a nuestro juicio más correcta sería la de considerar el déficit anual en relación a los ingresos públicos anuales, y con la deuda lo mismo. Esto es, una deuda pública de un 113,7 por ciento del P.I.B. como la que se contabilizó en 1999 para Bélgica e Italia no son situaciones comparables ya que en términos de ingresos públicos (presión fiscal total) es mucho más grave en Italia (menor presión fiscal) que en Bélgica.

²² El caso griego ilustra a la perfección la laxitud con la cual se ha aplicado el tratado de Maastricht a casi todos los países que pretendían incorporarse al Euro. Apoyándose en una lectura muy amplia del texto se ha interpretado que una dinámica virtuosa podría sustituir al cumplimiento riguroso de los criterios de convergencia. En efecto, Grecia mantiene en 2000 un déficit superior al tres por ciento, pero se tuvo en cuenta la dinámica de ajuste presupuestario que mantenía desde 1995. Esta misma situación se reproduce, en 1988 para España y en Portugal. En lo que se refiere a la deuda, los criterios se interpretaron de igual manera: Alemania entra en el Euro con una deuda pública del 60,3 en 1998 e Italia y Bélgica con deudas superiores al 100 por ciento del P.I.B. pero con porcentajes descendentes desde 1995 hasta esa fecha.

CUADRO 10: DÉFICIT PÚBLICO EN RELACIÓN AL PIB

Cuadro No.10													
Déficit Público en relación al PIB													
Año	Austria	Bélgica	Euro area	Finlandia	Francia	Alemania	Grecia	Irlanda	Italia	Lux.	Holanda	Portugal	España
1995	-5,8	-4,5	-5,0	-6,2	-5,5	-3,2	-9,0	-2,0	-7,4	2,4	-1,9	-5,0	-6,5
1996	-4,0	-4,0	-4,2	-3,5	-4,0	-3,3	-6,7	-0,1	-7,0	1,2	-1,2	-4,5	-4,8
1997	-1,8	-2,3	-2,7	-1,4	-3,3	-2,6	-6,0	1,1	-2,7	3,7	1,1	-3,4	-3,4
1998	-2,4	-0,9	-2,3	1,6	-2,6	-2,2	-4,2	2,4	-2,8	3,4	-0,9	-3,5	-3,2
1999	-2,3	-0,6	-1,4	1,5	-1,8	-1,5	-3,3	2,7	-1,7	3,4	0,4	-2,7	-1,4
2000	-1,7	0,0	0,0	6,8	-1,5	1,3	-3,7	4,8	-0,8	6,0	2,0	-2,9	-1,0
2001	0,0	0,4	-1,9	5,0	-2,8	-3,1	-4,5	0,9	-3,1	6,1	0,2	-4,3	-0,6
2002	-0,7	-0,1	-2,6	4,0	-3,1	-4,1	-4,8	-0,3	-2,9	2,1	-2,1	-3,0	-0,5
2003	-1,4	-0,1	-3,1	2,4	-4,0	-4,0	-5,6	0,4	-3,5	0,5	-3,1	-3,0	-0,2
2004	-4,4	-0,3	-2,9	2,3	-3,6	-3,8	-7,5	1,4	-3,5	-1,1	-1,7	-3,4	-0,3
2005	-1,7	-2,8	-2,5	2,7	-2,9	-3,3	-5,2	1,6	-4,3	0,0	-0,3	-5,9	1,0
2006	-1,4	0,2	-1,4	4,0	-2,3	-1,6	-5,7	2,9	-3,4	1,4	0,2	-4,1	2,0
2007	-0,9	-0,3	-0,7	5,2	-2,7	0,1	-6,4	0,1	-3,4	3,7	0,2	-3,1	1,9
2008	-0,9	-1,3	-2,0	4,2	-3,3	0,1	-9,8	-7,3	-2,7	3,0	0,6	-3,5	-4,2
2009	-4,1	-5,9	-6,3	-2,6	-7,5	-3,0	-15,4	-14,3	-5,4	-0,9	-5,5	-10,1	-11,1
2010	-4,6	-4,1	-6,0	-2,5	-7,0	-3,3	-10,5	-32,4	-4,6	-1,7	-5,4	-9,1	-9,2
2011	-3,7	-3,7	-4,3	-1,0	-5,8	-2,0	-9,5	-10,5	-4,0	-1,0	-3,7	-4,0	-6,3
2012	-3,3	-4,2	-3,5	-0,7	-5,3	-1,2	-9,3	-8,8	-3,2	-1,1	-2,3	-4,5	-5,3
Deuda Pública en relación al P.I.B.													
Año	Austria	Bélgica	Euro area	Finlandia	Francia	Alemania	Grecia	Irlanda	Italia	Lux.	Holanda	Portugal	España
1995	68,3	130,4	72,1	56,6	55,5	55,6	97,0	82,1	121,5	7,4	76,1	59,2	63,3
1996	68,3	127,3	73,7	57,0	58,0	58,4	99,4	73,5	120,9	7,4	74,1	58,3	67,4
1997	64,4	122,7	73,2	53,9	59,2	59,7	96,6	64,3	118,1	7,4	68,2	54,4	66,1
1998	64,8	117,4	72,8	48,4	59,4	60,3	94,5	53,6	114,9	7,1	65,7	50,4	64,1
1999	67,2	113,7	71,6	45,7	58,9	60,9	94,0	48,5	113,7	6,4	61,1	49,6	62,3
2000	66,5	107,9	69,1	43,8	57,3	59,7	103,4	37,8	109,2	6,2	53,8	48,5	59,3
2001	67,1	106,6	68,2	42,5	56,9	58,8	103,7	35,6	108,7	6,3	50,7	51,2	55,5
2002	66,5	103,5	68,0	41,5	58,8	60,4	101,7	32,2	105,8	6,3	50,5	53,8	52,5
2003	65,5	98,5	69,1	44,5	62,9	63,9	97,4	31,0	104,9	6,1	52,0	55,9	48,7
2004	64,8	94,2	69,5	44,4	64,9	65,8	98,6	29,7	103,9	6,3	52,4	57,6	46,2
2005	63,9	92,1	70,1	41,7	66,4	68,0	100,0	27,4	106,9	6,1	51,8	62,8	43,0
2006	62,1	88,1	68,5	39,7	63,7	67,6	106,1	24,8	105,6	6,7	47,4	63,9	39,6
2007	60,7	84,2	66,3	35,2	63,9	64,9	105,4	25,0	103,6	6,7	45,3	68,3	36,1
2008	63,8	89,6	70,0	34,1	67,7	66,3	110,7	44,4	106,3	13,6	58,2	71,6	39,8
2009	69,6	96,2	79,4	43,8	78,3	73,5	127,1	65,6	116,1	14,6	60,8	83,0	53,3
2010	72,3	96,8	85,3	48,4	81,7	83,2	142,8	96,2	119,0	18,4	62,7	93,0	60,1
Tasas de crecimiento del P.I.B.													
Año	Austria	Bélgica	Euro area	Finlandia	Francia	Alemania	Grecia	Irlanda	Italia	Lux.	Holanda	Portugal	España
1996	2,20	1,40	1,50	3,60	1,10	1,00	2,40	7,80	1,10	1,50	3,40	3,70	2,40
1997	2,10	3,70	2,60	6,20	2,20	1,80	3,60	11,50	1,90	5,90	4,30	4,40	3,90
1998	3,60	1,90	2,80	5,00	3,50	2,00	3,40	8,40	1,40	6,50	3,90	5,00	4,50
1999	3,30	3,50	2,90	3,90	3,30	2,00	3,40	10,90	1,50	8,40	4,70	4,10	4,70
2000	3,70	3,70	3,90	5,30	3,20	3,20	4,50	9,70	3,70	8,40	3,90	3,90	5,00
2001	0,50	0,80	1,90	2,30	1,90	1,20	4,20	5,70	1,80	2,50	1,90	2,00	3,60
2002	1,60	0,80	0,80	1,80	1,00	1,00	3,40	6,50	3,40	4,10	0,10	0,70	2,70
2003	0,80	0,80	0,80	2,00	1,10	-0,20	5,90	4,40	0,00	1,50	0,30	-0,90	3,10
2004	2,50	3,20	2,10	4,10	2,50	1,20	4,40	4,60	1,50	4,40	2,20	1,60	3,30
2005	2,50	3,70	3,70	2,90	1,90	0,80	7,30	6,90	0,70	5,40	2,00	0,80	3,60
2006	3,60	2,90	3,00	4,40	2,40	2,70	5,20	5,00	2,00	6,60	3,40	1,40	4,00
2007	3,70	2,90	2,80	5,90	2,40	2,70	4,30	5,60	1,50	6,00	3,90	2,40	3,60
2008	2,20	1,00	0,40	0,90	0,20	1,00	1,00	-3,50	-1,50	1,40	1,50	0,00	0,90
2009	-3,90	-2,80	-4,10	-8,20	-2,60	-4,70	-2,00	-7,60	-5,20	-3,60	-3,90	0,00	-3,70
2010	2,00	2,20	1,80	3,10	1,60	3,60	-4,50	-1,00	1,30	3,50	1,80	1,50	-0,10
2011	2,40	2,40	1,60	3,70	1,80	2,60	-3,50	0,60	1,00	2,80	1,90	-2,20	0,80
2012	2,00	2,20	1,80	2,60	2,00	1,90	1,10	1,90	1,30	3,20	1,70	-1,80	1,50

Fuente: Eurostat.



Fondos de rescate vs. presupuesto centralizado

Los niveles de deuda de ciertos países de la U.M.E. han alcanzado niveles de tal magnitud que, ante la imposibilidad de *default* implícitos a través de devaluaciones, aumenta significativamente la probabilidad de que ocurra un *outright default*. Esto tampoco debiera sorprender, ya que autores como McKinnon (1996) ya anticiparon esta posibilidad en el marco de la U.M.E. En una situación como la descrita en el apartado anterior y dados estos riesgos, los tipos de interés de los bonos públicos a 10 años inician una dinámica de divergencia que queda reflejada en el Gráfico 11. En un contexto como éste, el diferencial (*spread*) de los tipos de interés de la deuda pública a largo plazo de un país con respecto a la alemana es un indicador especialmente revelador del nivel de riesgo de crédito del país en cuestión. A modo de ejemplo, el diferencial del bono griego con el bono alemán supera el cinco por ciento en mayo de 2010 y Grecia tiene que ser intervenida en ese mismo mes. En noviembre de ese mismo año al bono irlandés le sucede lo mismo: el diferencial frente al bono alemán supera los 500 puntos básicos e Irlanda es también intervenida. Más tarde, en abril de 2011 a Portugal le sucede lo mismo: es intervenido tras superar el límite anterior ²³.

²³ Debemos de tener en cuenta que un diferencial frente al bono alemán de 500 puntos básicos reflejan tipos de interés en el bono nacional superiores al siete por ciento, frontera a partir de la cual es calificado como *bono basura* por las agencias de *rating*.

En este sentido, el desarrollo de los acontecimientos ha venido a confirmar la sospecha de que la cláusula de *no-bailout* introducida en el Tratado de Maastricht no ha resultado creíble y la instrumentación de las políticas fiscales por parte de algunos países, probablemente, es el reflejo del convencimiento de la existencia de una garantía implícita de rescate en caso de circunstancias extremas. Por lo tanto, aunque el área Euro no dispone de un presupuesto federal que proteja a sus miembros frente a impactos externos (y en este sentido, no es un A.M.O.), el esquema de las intervenciones sobre los países en riesgo de impago de la deuda, ya sea por insolvencia o por crisis de liquidez, en cierta medida viene a desempeñar algunas de las funciones de redistribución entre países que, en principio, corresponderían a las transferencias que se producirían de contar la zona Euro con un presupuesto centralizado de mayor dimensión que el actualmente existente.

A este respecto, un ejemplo ilustrativo lo constituye la primera intervención sobre Grecia, que se instrumentó en unas condiciones excepcionales dada la novedad de la situación. El área Euro fue capaz de disponer un fondo de 110.000 millones de Euros (que equivale al 47,0 por ciento del P.I.B. de Grecia en 2010), fondo que se financió con las aportaciones bilaterales de los países miembros ²⁴. Dado que a la intervención en Grecia podrían sucederle algunas más, se crea, en mayo de 2010, la Facilidad o Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (en adelante F.E.E.F.), cuya función es acudir en auxilio de aquellos países del Euro en riesgo de impago de deuda. Este fondo alcanza un volumen de 750.000 millones de Euros ²⁵ como consecuencia de las aportaciones de los países miembros, el F.M.I. y la propia Comisión de la U.E. Este fondo es el que intervendrá en Irlanda en noviembre de 2010 con una aportación de 85.000 millones de Euros ²⁶ (55 por ciento del P.I.B. local) y el que lo volverá

²⁴ La intervención en Grecia de mayo 2010 se elevó a 110.000 millones de euros, de los cuales el F.M.I. aporta 30.000 y los 80.000 restantes lo hacen los países europeos a través de préstamos bilaterales en los cuales cada país participa en la misma proporción en la cual toma parte en el capital del B.C.E. Este préstamo se realizó a un tipo del 5,2 por ciento, rebajado posteriormente (marzo de 2011) a un 4,2 por ciento anual. Nótese que en marzo de 2011 el tipo del bono griego a diez años en el mercado secundario superaba el 11 por ciento anual. Con posterioridad, en Junio de 2011, Grecia solicita una aportación adicional de 145.000 millones de Euros para hacer frente a los pagos de deuda en 2012 y 2013.

²⁵ Las aportaciones al F.E.E.F. consisten en 250.00 millones aportados por el F.M.I., 440.000 proporcionados por los países miembros y 60.000 más aportados desde el presupuesto comunitario. La contribución de la Comisión Europea se apoya en la diferencia que existe en el presupuesto de la U.E. entre la magnitud real del mismo (1,10 por ciento del P.I.B. de la Unión) y el tope máximo hasta el cual podría llegar (1,28 por ciento del P.I.B.). Los 60.000 millones se aportan precisamente, con cargo a ese 0,18 por ciento adicional. La aportación de los países miembros se distribuye en la misma proporción que el capital del B.C.E. A diferencia de la intervención en Grecia (préstamos bilaterales que computan como déficit público), las aportaciones de los Estados miembros al F.E.E.F. son a título de avales que sólo computarían en el déficit en el momento de su ejecución.

²⁶ En la intervención en Irlanda (85.000 millones al 5,8 por ciento anual), participaron también el Reino Unido, Suecia y Dinamarca, países con fuertes intereses bancarios en el país, no pertenecientes al área euro, y a través de préstamos bilaterales. Es de señalar también que Irlanda participa en su propio rescate a través del F.E.E.F. y, además, con una aportación extra de 17.500 millones de euros de su fondo nacional de reserva de pensiones.

a repetir en Portugal en abril de 2011 con 78.000 millones de Euros (45 por ciento del P.I.B. portugués).

Hasta cierto punto, podría considerarse que este tipo de medidas han venido a paliar algunas de las carencias derivadas de la inexistencia de un presupuesto comunitario de dimensiones a tener en cuenta. Si bien es cierto que las intervenciones (préstamos) habidas hasta ahora se han realizado dentro de la condicionalidad más estricta, esto es, el país destinatario de la ayuda se compromete a realizar las reformas recomendadas en los plazos determinados: habitualmente garantizar un equilibrio presupuestario a corto plazo que permita reducir la prima de riesgo de su propia deuda pública y, de este modo, reducir las externalidades negativas sobre la deuda de sus socios en el Euro.

En este sentido, la exigencia de condiciones responde al planteamiento de que este tipo de instrumentos son útiles para enfrentarse a shocks temporales. Si se produjese un shock permanente, los ajustes reales son inevitables. No en vano, este mismo principio es de aplicación a un contexto en el que una parte de los presupuestos nacionales esté centralizada. De hecho, y de acuerdo con De Grauwe (2009), un país que sufra un shock permanente sólo debería recibir transferencias de ese presupuesto centralizado de manera temporal, como un modo de ganar tiempo para acometer ajustes estructurales que supondrían la flexibilidad de salarios y precios así como la movilidad de los factores de producción. Este mismo autor subraya que la opción por transferencias de un importe elevado y de carácter permanente incluso podría ser el origen de nuevos problemas políticos, en la medida en que los habitantes de las regiones más prosperas se opongan a sufragar este tipo de subvenciones.

5. PERSPECTIVAS DE FUTURO O CÓMO HACER FRENTE A LOS DESAFÍOS

En lo que se refiere a la ausencia de un presupuesto federal notable, el área Euro ha desarrollado el F.E.E.F. con fecha de caducidad en marzo de 2012 (dos años después de su creación), ejercicio en el que se pretende que todos los países miembros de la U.E.M. presenten déficits públicos próximos al tres por ciento. En principio, los países de la Eurozona pretendían convertir el F.E.E.F. en un fondo permanente que permitiera poder actuar más allá de 2013 en la tarea de la estabilidad financiera y presupuestaria de los países miembros, por ejemplo, permitiendo que el fondo pudiera acudir al mercado secundario de bonos soberanos de dichos países. No obstante, esta pretensión se vio cuestionada por Alemania y Francia al poner como condición previa la aprobación de un Pacto por la Competitividad, pacto que, tras haber alcanzado el consenso necesario, se denomina Pacto por el Euro (Plus) y el denominado *Six Pack* del gobierno económico de la eurozona.

Concretamente, y adelantado a 2012, estará operativo el denominado Mecanismo Europeo de Estabilización (M.E.D.E.), un fondo de ayuda que vendría

a dar continuidad al actual F.E.E.F., (500.000 millones de Euros efectivos²⁷). Además, en paralelo a la existencia de este fondo, entra en vigor el Pacto por el Euro, cuyo contenido permite identificar las principales amenazas a las que se enfrentará la zona Euro en el futuro más inmediato y las soluciones propuestas.

El Pacto por el Euro y el Six Pack, entre otras cosas, delimitan una lista de *desequilibrios macroeconómicos sancionables* que presuntamente constituirían las principales amenazas para la viabilidad y consolidación de la zona Euro como unión monetaria: paro, déficit por cuenta corriente, posición neta de inversión internacional, cuota de mercado exportador, costes laborales unitarios nominales, tipos de cambio efectivos, deuda privada, flujo de crédito al sector privado, precios de la vivienda y deuda pública. De estos diez mandamientos, vamos a fijar nuestra atención en el déficit por cuenta corriente en balanza de pagos, el incremento relativo de los costes laborales unitarios y la apreciación del tipo de cambio real efectivo. Veamos.

En un contexto de moneda única, las inflaciones altas en una de las regiones tienen como consecuencia una penalización a las exportaciones de esa región y una prima (subvención) a las importaciones que esa región realiza del resto del área, ya que la región no puede neutralizar su mayor crecimiento de precios vía tasa de cambio, dado que la moneda es única. Y esta pérdida de competitividad vía precios ha sucedido en el interior de la zona Euro con una claridad contundente, y con efectos perniciosos, para una serie de países.

El Cuadro 12 recoge los saldos por cuenta corriente de los países de la zona Euro, desde mediados los noventa a 2010 ²⁸. Portugal y Grecia presentan saldos negativos de una magnitud muy considerable, frecuentemente superiores al diez por ciento, mientras España mantiene también déficits por cuenta corriente muy cuantiosos, aunque sin llegar a las cotas de pérdida de competitividad vía precios que se detectan en Portugal o Grecia.

En lo relativo al tratamiento que se le ha de otorgar a este desequilibrio, en principio se ha logrado ya una definición de *saldo excesivo*: se catalogan como tales los superávits que se sitúen por encima del +5,0 por ciento del P.I.B. o los déficits que superen el -4,0 por ciento del P.I.B. anual ²⁹. En este sentido, cabría recalcar que independientemente de que resulte deseable el control de los saldos excesivos por cuenta corriente en la balanza de pagos, la cuestión es cómo instrumentar en la práctica ese control, ya que no se puede fijar discrecionalmente, sino que será el resultado de la adopción de medidas que inciden directamente sobre otro tipo de variables.

²⁷ Los 250.000 millones de euros restantes tienen que estar inmovilizados para mantener la calificación la triple A de las agencias de *rating*.

²⁸ La información ha sido tomada de Eurostat, tanto en lo que se refiere a la cuenta corriente como a los C.L.U. o las tasas de cambio reales efectivas.

²⁹ Controles de este tipo plantean el problema adicional de su implementación. Controlar la magnitud de los desequilibrios en Cuenta Corriente sin una moneda propia podría resultar incompatible con una política de libre circulación de mercancías (vía imposición de aranceles), por ejemplo.

En lo que respecta a la dispar evolución de los costes laborales unitarios, la evidencia disponible viene a reflejar que ésta también está estrechamente correlacionada con la dinámica de los diferenciales de inflación. El Gráfico 13 refleja cómo los Costes Laborales Unitarios (C.L.U.)³⁰ se han expandido más allá de la media en los países en los cuales las inflaciones también son superiores a la media. Entre 1995 y 2010 los C.L.U. se han multiplicado por 1,66 en Grecia, por más de 1,50 en España o Portugal, y por más de 1,40 en Irlanda, Italia y Holanda. Frente a una media U.E.M. de 1,25 y un crecimiento del C.L.U. en Alemania del 1,06. El caso de Alemania es el paradigma al cual nos dirigimos. Los C.L.U. en este país, tal y como nos muestra el gráfico anterior, han permanecido estables desde 1995, incluso creciendo negativamente en algunos ejercicios, en una dinámica de costes laborales que amenazaba con deflación.

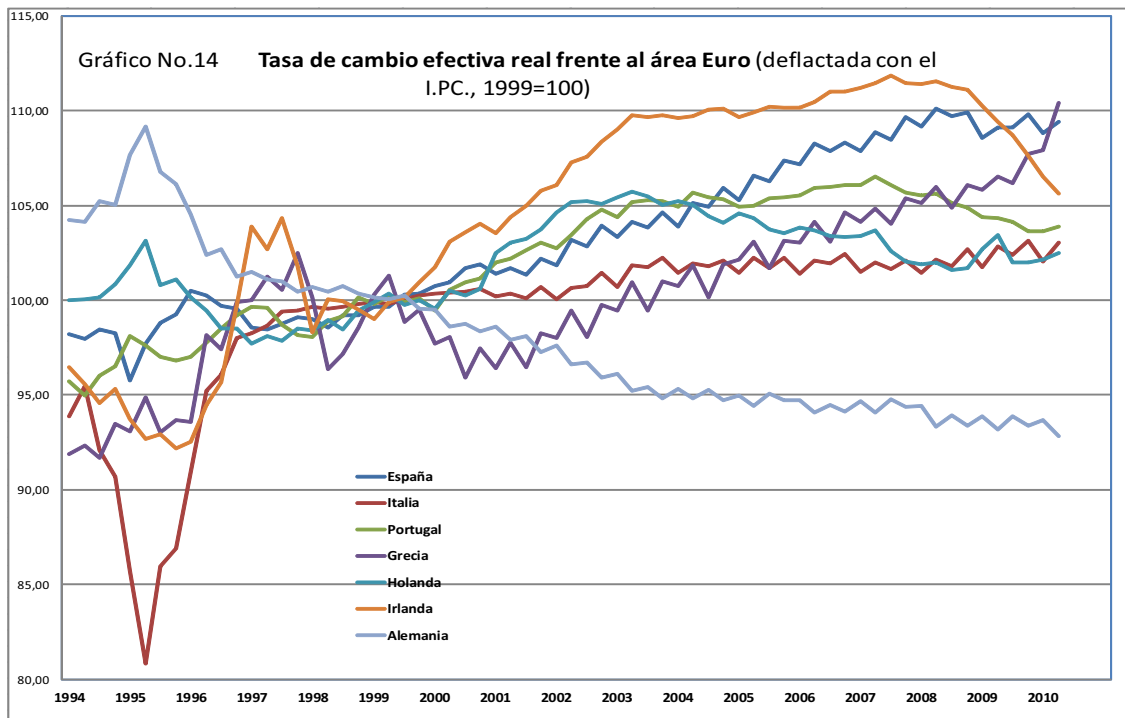
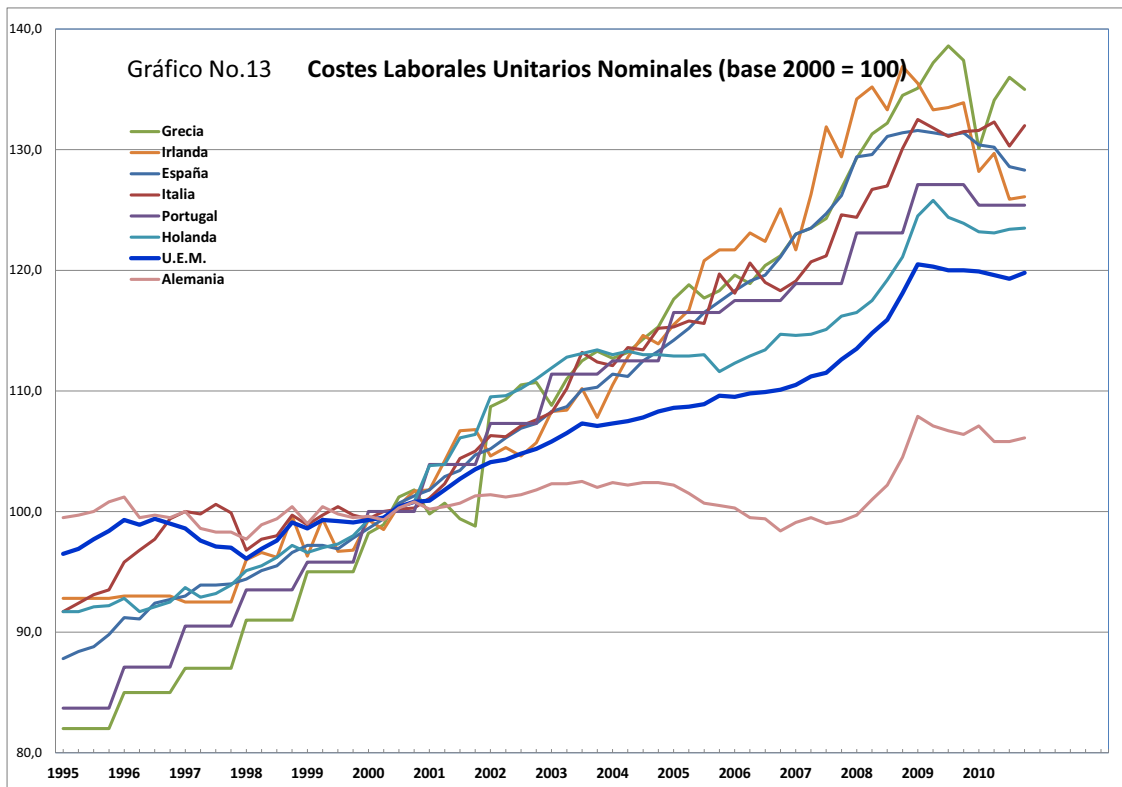
El tercero de los mencionados desequilibrios sancionables también tiene que ver directamente con la inflación y con el crecimiento de los salarios y se refiere a la evolución de la tasa de cambio real efectiva. Esta tasa de cambio recoge la pérdida de competitividad derivada del mayor crecimiento de los precios (I.P.C.) en el Sur de Europa (Gráfico 14) o derivada del mayor crecimiento de los salarios frente a la productividad (C.L.U., Gráfico No.15). En ambos casos los resultados son muy semejantes: los países periféricos han mantenido unas tasas de cambio reales efectivas que están indicando como sus mayores inflaciones, y/o sus mayores C.L.U., no han podido ser neutralizados a través de la tasa de cambio.

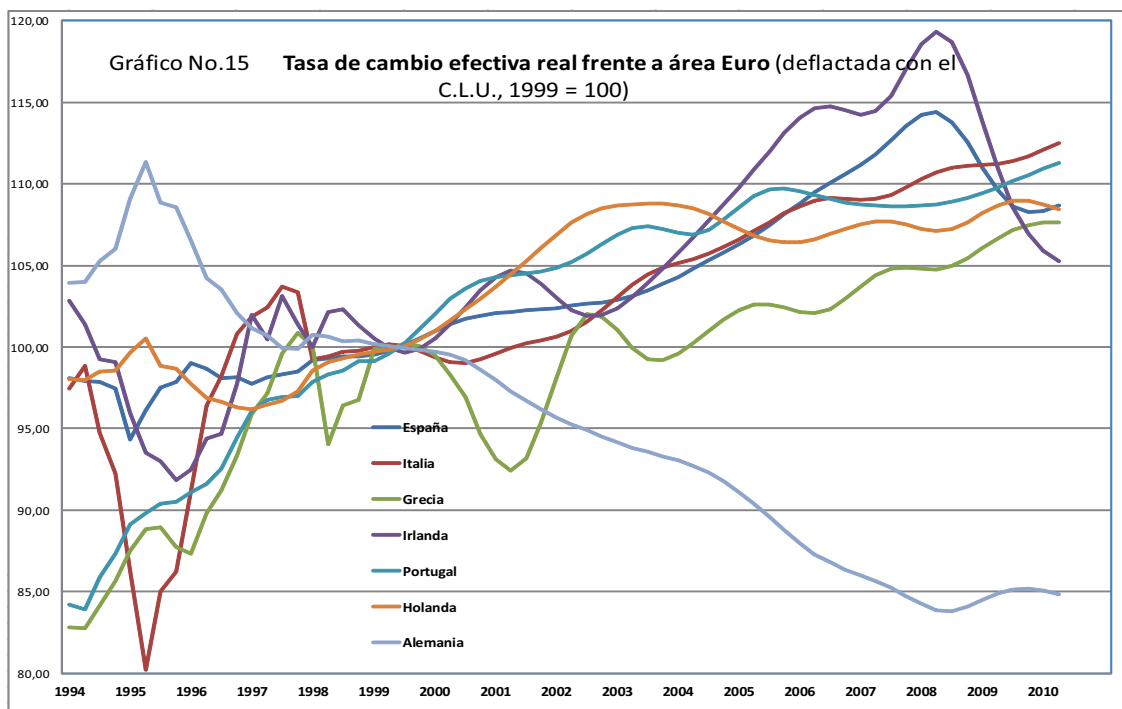
Cuadro No.12

Saldos por cuenta corriente en relación al P.I.B.

Año	Austria	Belgium	Denmark	Finland	France R from 1991	Greece	Ireland	Italy	Luxembourg	Netherlands	Portugal	Spain	Sweden	ed Kingdom
1993			2,76			-0,95				4,00		-1,14		-1,40
1994	-0,90		1,51	1,25	0,54	-1,42		1,30		4,82		-1,27	0,38	-0,74
1995	-2,91		0,69	3,99	0,69	-1,17	2,55	2,26	11,61	5,86	-0,13	-0,30	1,86	-0,96
1996	-2,88		1,45	3,91	1,30	-0,58	-3,28	2,78	3,23	10,93	4,97	-4,06	-0,22	3,47
1997	-2,48		0,54	5,45	2,74	-0,47	-3,53	2,38	2,82	10,45	6,50	-5,76	-0,09	4,08
1998	-1,65		-1,11	5,69	2,76	-0,74	-2,70	0,92	1,63	9,24	3,24	-6,94	-1,18	3,81
1999	-1,68		1,91	6,25	2,58	-1,25	-3,64	0,63	0,68	8,36	3,80	-8,17	-2,93	4,11
2000	-0,74		1,41	8,12	1,23	-1,71	-7,70	0,05	-0,53	13,22	1,88	-10,37	-3,96	4,15
2001	-0,83		3,13	8,61	1,72	0,02	-7,23	-0,65	-0,06	8,75	2,44	-10,35	-3,94	4,99
2002	2,68	4,48	2,48	8,84	0,99	2,01	-6,51	-0,99	-0,78		2,49	-8,26	-3,26	4,70
2003	1,69	3,42	3,45	5,17	0,44	1,89	-6,53	0,00	-1,30		5,48	-6,45	-3,51	6,98
2004	2,08	3,19	3,01	6,55	0,54	4,65	-5,79	-0,58	-0,94		7,52	-8,35	-5,25	6,55
2005	2,02	1,98	4,34	3,62	-0,48	5,04	-7,57	-3,51	-1,65	11,54	7,26	-10,36	-7,36	6,77
2006	2,77	1,86	2,98	4,56	-0,57	6,23	-11,24	-3,55	-2,58	10,37	9,34	-10,72	-8,97	8,37
2007	3,54	1,62	1,36	4,26	-1,00	7,45	-14,35	-5,35	-2,44	10,09	6,72	-10,08	-9,99	9,24
2008	4,86	-1,83	2,65	2,85	-1,90	6,24	-14,69	-5,65	-2,93	5,26	4,39	-12,62	-9,62	8,81
2009	3,11	0,45	3,57	2,35	-1,93	5,58	-10,98	-3,04	-2,08	6,86	4,86	-10,89	-5,17	7,02
2010	2,73	1,37	5,47	3,13	-2,11	5,66	-10,45	-0,72	-3,29	7,82	7,66	-9,89	-4,51	6,33

³⁰ Los C.L.U. recogen el cociente entre 1) la remuneración media por asalariado en precios corrientes y 2) el P.I.B. (precios constantes) por ocupado. Implementar este sistema de indexación salarial en el marco de la U.E.M. requiere previamente definir una expresión estadística para medir el C.L.U. que sea comúnmente aceptada por los Estados miembros. Y no solo eso. Las modalidades de negociación salarial deberán ser más empresa por empresa o sector por sector, y no los grandes acuerdos marco nacionales entre las patronales, el gobierno y los sindicatos.





De la información que se extrae de este gráfico, merece recalcar el comportamiento ejemplar de Irlanda. En este país, la tasa de cambio efectiva (en sus dos versiones) había crecido de forma muy visible hasta 2008. A partir de este año, estas tasas disminuyen de una forma muy notable, ajustándose rápidamente. Y esto se ha conseguido controlando la inflación en el primer caso y ajustando el crecimiento de los salarios al crecimiento de la productividad en el segundo: amén de una tasa de paro en ascenso rápido. Otro caso catalogable como paradigmático por las lecciones que se pueden extraer es el de España: la tasa de cambio efectiva real deflactada por el I.P.C. se mantiene estable desde 2008 en adelante (tan estable como el diferencial de inflación español frente a la U.E.) mientras que la tasa de cambio efectiva real deflactada por los C.L.U. se ajusta rápidamente desde finales de 2008 en adelante. Esto ha sido así ya que frente a unos costes salariales que siguen vinculados a la inflación, la productividad del trabajo se ha incrementado sustancialmente vía desempleo: entre 2008 y el primer trimestre de 2011 el P.I.B. español se ha reducido un cinco por ciento y la población ocupada más de un diez. Por último, otro ejemplo remarcable es Alemania. La baja inflación que registra su economía explica cómo su tasa de cambio efectiva real frente al área Euro ha disminuido casi un seis por ciento desde su entrada en la moneda única (abaratándose su producción en ese porcentaje) y la contención salarial *versus* el crecimiento de la productividad han provocado que la tasa de cambio efectiva real deflactada por el C.L.U. haya disminuido un quince por ciento desde su entrada en el Euro.

6. CONSIDERACIONES FINALES

En este trabajo hemos renunciado, como punto de partida, a analizar si el área Euro era, o no, un área monetaria óptima: hemos hecho nuestros los resultados de la literatura al respecto. Concluimos que el espacio Euro es un área monetaria integrada en la cual hemos constatado la transcendencia de dos problemas de fondo: la divergencia en los diferenciales de inflación y los desequilibrios en las cuentas públicas. Al mismo tiempo, nuestro análisis permite delimitar dos áreas geográficas: el centro de la U.E.M. asimilado a la antigua área Marco ampliada (actualizada con Italia) y la periferia europea (Irlanda, Grecia, Portugal y España). Es aquí, en la periferia de Europa, en donde se concentran los problemas de mayores inflaciones y mayores desequilibrios públicos. El resto de la Eurozona funciona relativamente bien en cuanto que área monetaria integrada.

En consonancia con lo anterior, las recomendaciones de política económica para la periferia europea apuntan a la necesidad de tomar medidas destinadas a encaminar sus dinámicas inflacionistas hacia la media de la zona Euro y aproximar también sus desequilibrios presupuestarios hacia la media de la Unión. Si lo segundo es complejo, lo primero presenta dificultades aún mayores. En síntesis, el desafío al que se enfrentan estos países es el de obtener los resultados de una devaluación pero sin poder devaluar. La estrategia de congelar los precios en la periferia y esperar a ser atrapados por las inflaciones del centro (y así, recuperar la competitividad perdida vía precios), no es posible. El Banco Central Europeo se ocupa de que el crecimiento de precios en el conjunto (esto es, en el centro) no sobrepase, sino ocasionalmente, un dos por ciento anual. En este contexto, los países periféricos están abocados a realizar ajustes reales en sus fundamentales y, a nuestro juicio, va a cobrar más importancia la perspectiva de oferta que al punto de vista de la demanda. Es decir, frente a unos salarios que tratan de mantener la capacidad adquisitiva de los trabajadores, indexarlos con la productividad en las empresas. Frente a un sistema impositivo que grava los puestos de trabajo, desplazar la presión hacia los precios finales: por ejemplo, rebajar las cotizaciones sociales del empleo y financiar adicionalmente la Seguridad Social vía I.V.A. (a la francesa, por ejemplo).

En este sentido, lo que los países periféricos no han asimilado tras más de diez años en la zona Euro es que esta zona, es un espacio libre de inflación. Por lo tanto, es cuestionable que se sigan utilizando las viejas prácticas de indexarlo todo con el IPC (salarios, alquileres, pensiones, etc.). No en vano esta *protección* frente a la inflación puede ser, en sí misma, inflacionista. Este ajuste real provocado por una *devaluación virtual* debería comprimir los precios en los países de la periferia en porcentajes muy variables de un país a otro, pero, en todos ellos, en un porcentaje similar a su desviación sobre la media de la zona Euro, como mínimo. Estos porcentajes superarían el 25 por ciento en Grecia (25,93) y más del diez por ciento en España (11,40). Estas desviaciones en Irlanda (5,68) o en Portugal (6,74) no son tan contundentes.

Los principales desequilibrios que pueden comprometer la sostenibilidad de la zona Euro, e identificados como *sancionables* en el marco del Pacto por el Euro están, directa o indirectamente, relacionados con los diferenciales de inflación. La corrección de estos desequilibrios consustanciales a la existencia de diferenciales de inflación considerables, persistentes y acumulativos (déficit por cuenta corriente, apreciación del tipo de cambio real, aumento de los costes laborales unitarios, por ejemplo), muy probablemente exigirán ajustes reales. Estos últimos requieren tiempo y sus efectos a corto plazo pueden agravar las condiciones de vida de los trabajadores, comprometiendo la viabilidad de la U.M.E. con la composición actual o, mismamente, dificultar sus ampliaciones futuras. No obstante, las consideraciones anteriores, en ningún caso, debieran ocultar el hecho de que es el paradigma alemán el que se trata de imponer en el área Euro: inflaciones muy bajas, costes laborales unitarios muy estables, y equilibrio en las cuentas públicas.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Alitsimo, F., Benigno, P. y Rodríguez-Palenzuela, D. (2005): "Long-Run Determinants of Inflation Differentials in a Monetary Union", NBER Working Papers, n° 11473.
- Andrés, J., Ortega, E. y Vallés, J. (2003): "Market Structure and Inflation Differentials in the European Monetary Union", Bank of Spain Working Papers, n° 0301.
- Andrés, J., Ortega, E. y Vallés, J. (2008): "Competition and inflation differentials in EMU", *Journal of Economic Dynamics and Control*, 32, 848-874.
- Angeloni, I. y Ehrmann, M. (2007): "Euro Area Inflation Differentials", *B. E. Journal of Macroeconomics*, 7, Artículo 24. Disponible en: <http://www.bepress.com/bejm/vol7/iss1/art24>.
- Balassa, B. (1964): "The Purchasing Power Parity Doctrine: A Reappraisal", *Journal of Political Economy*, 72, 584-596.
- Baldwin, R. y Wyplosz, C. (2006): *The Economics of European Integration*, Mc Graw Hill, Londres.
- Blejer, M. I. et ál. (1997): *Optimum Currency Areas. New Analytical and Policy Developments*, International Monetary Fund, Washington.
- Beetsma, R. y Uhlig, H. (1999): "An Analysis of the Stability and Growth Pact", *Economic Journal*, 109, 546-571.
- Bourguinat, H. (1973): "Des moyens de l'intégration monétaire européenne", *L'Actualité Économique*, octubre-diciembre.
- Buti, M., Roeger, W. y Veld, J. (2002): "Monetary and Fiscal Policy Interactions under a Stability Pact"; en Buti, M., von Hagen, J. y Martínez-Mongay, C. (Eds): *The Behaviour of Fiscal Authorities, Stabilisation, Growth Pact*, Palgrave, Basingstoke.

- Cooper, R. N. (1969): "Worldwide versus Regional Integration. The Optimum Size of the Integrated Area"; en Machlup, F. (Ed.) (1977): *Economic Integration Worldwide, Regional, Sectoral, International Economic Association*, Macmillan, Londres.
- Commission Européenne (2010) : *Budget de l'UE 2009 — Rapport Financier*, Bruselas.
- De Grauwe, P. (Ed.) (2001): *The Political Economy of Monetary Union*, Oxford University Press, Oxford.
- De Grauwe, P. (2009): *The Economics of Monetary Integration*, Oxford University Press, Oxford.
- Frankel, J. A. y Rose, A. K. (1998): "The Endogeneity of the Optimal Currency Area Criteria", *Economic Journal*, 108. 1009-1025.
- Hammond, G. y Von Hagen, J. (1993): "Regional Insurance against Asymmetric Shocks: An Empirical Study for the European Community", University of Mannheim, typescript.
- Horvath, J. (2003): *Optimum Currency Area Theory: A Selective Review*, Bank of Finland.
- Ingram, C. J. (1969): "Comment: The Currency Area Problem"; en Mundell, A. R. y Swoboda, A. K. (Eds.) (1969): *Monetary Problems of the International Economy*, University of Chicago Press, Chicago.
- Italianer, A. y Vanheuleken, M. (1992): "Proposals for Community Stabilization Mechanisms", *European Economy*, Special Issue on "The Economics of Community Public Finances".
- Kenen, B. P. (1969): "The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View"; en Mundell y Swoboda, *op. cit.* Este trabajo se encuentra traducido al castellano en Ahijado, M. y Navascués, M. (1998): *Lecturas sobre Unión Económica y Monetaria europea. Uniones históricas y áreas monetarias óptimas*, vol. I, Pirámide, Madrid, 155-178.
- Kenen, B. P. (1995): *Economic and Monetary Union in Europe*, Cambridge University Press.
- Kindleberger, C. P. (1986): "International Public Goods without International Government", *American Economic Review*, n° 76, 1-13.
- Krugman P. (1990): "Policy Problems of a Monetary Union"; en De Grauwe, P. y Papademos, L. (Eds.): *The European Monetary System in the 1990s*, Longman, CEPS and Bank of Greece, Londres y Nueva York.
- Krugman, P. (1993): "Lesson from Massachusetts for EMU"; en Torres F. y Giavazzi F. (Eds.) (1993): *Adjustment and Growth in the European Monetary Union*, Cambridge, Cambridge University Press.
- Krugman P. (1999): *Currencies and Crises*, The MIT Press, Cambridge.
- López-Salido, J., Restoy, F. y Vallés, J. (2005): "Inflation Differentials in EMU: The Spanish Case", Bank of Spain Working Papers, n° 0514.

- Magnifico, G. (1973): *European Monetary Unification*, MacMillan, Londres.
- McKinnon, R. I. (1963): "Optimum Currency Areas", *American Economic Review*, 53, 717-725. Existe una versión en castellano en Ahijado y Navascués, *op. cit.*, 141-153.
- McKinnon, R. (1996): *Default Risk in Monetary Unions*, Background Report for the Swedish Government Commission on EMU, Stockholm.
- Méltiz, J. y Vori, S. (1993): "National Insurance against Unevenly Distributed Shocks in a European Monetary Union", *Recherches Économiques de Louvain*, 59, 1-2.
- Mongelli, P. (2008): "European Economic and Monetary Integration and the Optimum Currency Area Theory", European Commission Economic Papers, nº 302.
- Mundell, A. R. (1961): "A Theory of Optimum Currency Areas", *American Economic Review*, LI (4), 509-517. Reimpreso en Blejer et ál. (1997: 17-28). Existe una versión en castellano en Ahijado y Navascués, *op. cit.*, 129-140.
- Rabanal, P. (2009): "Inflation Differentials between Spain and the EMU: A DSFE Perspective", *Journal of Money Credit and Banking*, 41, 6, 1141-1166.
- Samuelson, P. (1964): "Theoretical Notes on Trade Problems", *Review of Economics and Statistics*, 23, 1-60.