

Ángel Ubide Querol\*

## ESTADOS UNIDOS VERSUS EUROZONA. DOS HISTORIAS PARALELAS

*La crisis económica que comenzó en 2007 se encamina hacia su quinto año. La recuperación económica que muchos vaticinaban no se ha producido, y las razones son, sobre todo, de naturaleza política. Existe un amplio consenso respecto a las medidas que se deberían tomar, en sentido amplio. Pero no existe voluntad política de adoptar las medidas porque requieren un coste político inmediato para obtener un beneficio económico de largo plazo. En EE UU la incapacidad de asumir que la crisis tiene un impacto estructural ha generado una miopía donde la regeneración de la oferta se ha ignorado y todo el esfuerzo se ha concentrado, infructuosamente, en la demanda. En la zona euro se ha producido el fenómeno contrario, con un énfasis obsesivo en preservar la disciplina de largo plazo y en convertir la zona euro en una réplica de Alemania, ignorando la resolución de la crisis de corto plazo. El futuro de ambas zonas económicas dependerá del equilibrio político. Estados Unidos se convertirá en una social democracia con impuestos más altos o en un país con un sector público mínimo y alta disparidad de la renta. La zona euro se convertirá en una unión fiscal con una moneda de reserva o se desintegrará de manera altamente impredecible. En ambos casos, continuar por el mismo camino no es una opción.*

**Palabras clave:** economía política, resolución de crisis, rigideces, eurobonos.

**Clasificación JEL:** E44, E58, E65, E66, F36, F59

### 1. Introducción

La crisis económica que nos azota entra ya en su quinto año. La desaceleración y posterior recesión que comenzó a mitad de 2007 continua, y ni las economías

reales ni los mercados han recuperado los niveles pre-crisis. A mitad de camino de la década perdida —concepto tan utilizado para ridiculizar, de manera educada, a las autoridades japonesas por su presunta incapacidad de gestionar adecuadamente su crisis— las autoridades de ambos lados del Atlántico siguen sin encontrar la solución que relance, de una vez por todas, el crecimiento económico.

Las razones del fracaso son, sobre todo, de cariz político. La profesión económica tiene bien claras las rece-

---

\* Peterson Institute for International Economics, Washington DC.

Las opiniones expresadas en este artículo son a título individual y no representan de manera alguna las de las instituciones a las que está afiliado el autor.

tas para resolver los problemas a los que se han enfrentado las economías transatlánticas. El manual de resolución de crisis bancarias es bien conocido: revisar a la baja las valoraciones de los activos para adecuarlas a la nueva situación económica; apoyar y recapitalizar los bancos solventes y/o demasiado grandes para liquidar los bancos insolventes; y trasladar, en la medida de lo posible, los activos malos a bancos malos, para que así los bancos «buenos» puedan dedicarse a reactivar la actividad económica. Regenerado así el mecanismo de transmisión de la política económica, una expansión fiscal y monetaria clara y creíble debería ser suficiente para colocar la economía en una senda de recuperación.

Sencillo, si las decisiones las pudieran tomar burócratas independientes sin ningún tipo de incentivo o captura política. Aquí radica la raíz del problema. En las recesiones estándar el banco central sube los tipos de interés para calmar las tensiones inflacionistas y, una vez generada la recesión, baja los tipos rápidamente para suavizar el proceso y estabilizar la economía. El banco central es independiente, y puede actuar de manera rápida y óptima. Pero cuando las decisiones implican rescates, subsidios o clausuras de alto coste político, cuando las decisiones conllevan un cariz ideológico —bajar impuestos o aumentar el gasto—, cuando las decisiones implican coste político de corto plazo para generar beneficio económico de largo plazo, todo se complica, los tiempos se alargan, las decisiones se vuelven subóptimas. Esto genera necesariamente un aumento de la aversión al riesgo porque los problemas no se atajan a la primera, las autoridades muestran actitudes titubeantes y a menudo contradictorias, y ni la economía ni los mercados responden positivamente. Cuanto más se alarga la toma de decisiones, más fuerte y decisiva tendrá que ser la respuesta de política económica para obtener el mismo efecto. Llevado al límite, las autoridades se quedan sin instrumentos y la economía acaba encallada en un equilibrio subóptimo.

Por desgracia, este escenario no es una exageración excesiva de los eventos del último lustro. En Estados

Unidos, la tremenda resistencia ideológica a la intervención estatal en la economía y la convicción dogmática de que la flexibilidad de la economía americana no había sufrido los efectos de la crisis han generado una respuesta de política económica basada en el estímulo de la demanda que ha sido claramente ineficiente. En Europa la tremenda obsesión ideológica de identificar los problemas de los países europeos con un problema solo de competitividad y de ajuste fiscal, ha generado una espiral negativa que ha supuesto un «frenazo repentino» y que ha puesto en suspenso el funcionamiento de la unión monetaria y convencido a los mercados del fracaso anunciado del euro. En ambos casos, el sistema político parece haber caído en una «trampa estructural» (ver Dugger y Ubide, 2004).

## 2. La «USesclerosis»

El problema estadounidense se podría resumir con el término USesclerosis. En los años ochenta se hizo común el término eurosclerosis, con el que se describía la situación económica de la mayoría de los países europeos, aquejados de altos niveles de desempleo a pesar de ritmos de crecimiento adecuados y de amplios problemas estructurales. La comparación con la economía estadounidense, que generaba tanto crecimiento como empleo, era muy negativa y el modelo americano se convirtió en el paradigma a seguir. Las décadas de reformas estructurales que siguieron tuvieron como objetivo primordial alcanzar los niveles de flexibilidad y productividad de la economía estadounidense.

La eurosclerosis se derivaba de una combinación nociva de ralentización de la demanda y rigideces del mercado de trabajo. Tras la recesión provocada por los *shocks* petrolíferos se pusieron en marcha múltiples programas de apoyo a los desempleados. La decisión era correcta, sin duda, pero en muchos casos el diseño de estos programas generaba incentivos perversos, que hacía más rentable para los desempleados permanecer en paro que aceptar un empleo. Esto generó un aumento del desempleo de larga duración, que contribuyó a

deteriorar la capacidad de los desempleados para buscar nuevos empleos y retornar a la actividad.

La combinación de un *shock* negativo de demanda, amplificado por unas instituciones del mercado de trabajo inadecuadas, generó un largo período de alta desocupación. Solo a partir de la segunda mitad de los años noventa, cuando se pusieron en marcha reformas estructurales basadas en las conclusiones de la ciencia económica —entre ellas proteger al trabajador, no al empleo; y crear beneficios generosos para los desempleados, pero con un sistema de incentivos que promueva la búsqueda activa y rápida de empleo— empezó a disminuir tanto el nivel como la persistencia del desempleo europeo.

Es por ello muy interesante que un fenómeno similar se está empezando a observar ahora en Estados Unidos, la economía siempre alabada por su flexibilidad. Es probable que haga más de un año que terminó la recesión estadounidense —a pesar de que no se haya declarado oficialmente el final de la misma— y, sin embargo, el desempleo sigue a niveles muy altos y la creación de empleo es escasa. La reacción inicial de los economistas —y autoridades— americanos fue inicialmente contundente: todo es un problema de demanda, nuestro mercado de trabajo es muy flexible, ni hablar de problemas estructurales. Sin embargo, con el paso del tiempo se están empezando a notar los síntomas de una economía menos flexible de lo que parecía y que padece un problema de desempleo estructural. El desempleo de larga duración ha aumentado a niveles récords; la movilidad geográfica ha disminuido debido a la crisis inmobiliaria, ya que muchas familias no se pueden permitir la pérdida asociada con la venta de su casa y la compra de otra —y los bancos no están dispuestos a refinanciar las hipotecas—; la prevalencia de familias con múltiples ingresos hace más difícil la movilidad regional; existen vacantes pero las empresas no encuentran trabajadores con la cualificación adecuada. Además, muchas de las medidas de política económica que se han adoptado contribuyen, en gran medida, a perdurar esta situación. La gran mayoría de los subsidios que se han articulado como medidas

de apoyo a los más necesitados desaparecen cuando un desempleado encuentra un empleo —y, por tanto, a muchos les merece la pena permanecer desempleados—. La duración del subsidio de desempleo se ha prolongado varias veces —y llega ya a las 99 semanas— ampliando la estancia en el paro. La reforma sanitaria ha introducido reformas que aumentan a corto plazo tanto la cobertura como el coste del seguro médico, y, por tanto, muchas empresas están optando por contratar trabajadores temporales (sin seguro) en lugar de trabajadores permanentes. Las estimaciones varían, pero es bastante probable que el desempleo estructural esté cercano al 7 por 100. En un país obsesionado con la creación de empleo, debido a la fragilidad de su sistema de protección social, admitir este problema conlleva tremendas consecuencias políticas.

A este problema del mercado laboral se añade el problema del mercado inmobiliario. Además del veloz aumento del *stock* de reposiciones de viviendas, hay más de 6.000.000 de hipotecas donde el valor de la vivienda ha caído por debajo del valor del principal de la hipoteca, y donde el deudor no puede satisfacer los pagos mensuales. Durante la crisis japonesa el problema era las empresas *zombis* que estaban en quiebra, pero seguían operando con líneas de crédito de los bancos, perpetuando una situación de inactividad. Hasta que no se resolvió el problema de las empresas *zombis*, Japón no empezó a despegar de su década perdida. En EE UU los *zombis* son esas hipotecas, y hasta que no se resuelva ese problema con un programa nacional de refinanciación será muy difícil que el consumo y, por tanto, el empleo, repunten.

Si a esto le añadimos una situación política de crispación elevadísima, donde es prácticamente imposible llegar a ninguna acuerdo para adoptar medidas estructurales o para resolver el problema del déficit, donde muchos ven la actuación del Gobierno como la fuente de todos los problemas y donde las encuestas muestran a un presidente sin apoyo popular, la probabilidad de que se adopten medidas que resuelvan estos problemas es muy baja.

Es por lo que se ve a la Reserva Federal como la única institución con capacidad para actuar. Las medidas óptimas —una reducción de los impuestos sobre el empleo y un programa de refinanciación— tienen pocas probabilidades de ver la luz. Una ulterior expansión monetaria contribuirá a mejorar el crecimiento, pero no resolverá los problemas estructurales. El concepto de USesclerosis tiene visos de entrar a formar parte del vocabulario de los economistas. En un contexto político donde los ciudadanos tienen que elegir entre más impuestos o menos servicios sociales, el futuro de los desempleados de larga duración es bastante incierto.

### 3. La germanificación de la zona euro

El problema europeo comenzó con la unificación alemana. Como resultado de las decisiones políticas derivadas de la unificación, en particular la conversión de moneda a paridad, la competitividad de Alemania se deterioró significativamente. De hecho, su tipo de cambio real efectivo se apreció casi un 30 por 100 durante 1992-1995. Desde entonces Alemania ha estado inmersa en un intenso proceso de recuperación de la competitividad perdida, un proceso que duró dos décadas y que solo ha concluido recientemente. Este largo período de ajuste inyectó un sesgo deflacionario en la economía europea, que contribuyó a los bajos tipos de interés —prevalecieron durante la década de 2000 en la zona euro— y que facilitaron la acumulación de desequilibrios en algunos de los países de la periferia.

En este contexto de desinflación alemana, la zona euro fue creada tras una década de «Gran Moderación», y su estructura de política económica se diseñó, por tanto, para lidiar con perturbaciones cíclicas moderadas. La hipótesis de la persistencia de la «Gran Moderación» fue fundamental para entender los cuatro bloques esenciales de la infraestructura económica de la zona del euro.

— En primer lugar, se asumió que un límite de déficit del 3 por 100 y una situación próxima al equilibrio fiscal

en el *steady state* sería suficiente para proteger a las economías de la zona euro contra *shocks* similares a los sufridos durante la «Gran Moderación». La experiencia reciente demuestra que el 3 por 100 era claramente insuficiente, de hecho, tanto Irlanda como España tenían un situación fiscal saneada antes de la crisis.

— En segundo lugar, se asumió que la combinación de una política monetaria común, más una política fiscal equilibrada centrada en asegurar la sostenibilidad a largo plazo, sería suficiente para estabilizar el ciclo económico. La experiencia reciente ha invalidado esta hipótesis, ya que algunos países hubieran necesitado amplios superávits fiscales para compensar el rápido crecimiento económico y la inflación de precios de los activos. Pero la economía política de los superávits fiscales es muy difícil de gestionar: es muy difícil justificar grandes superávits fiscales en países que todavía tienen que converger en términos de renta per cápita —como fue el caso de España, por ejemplo—.

— En tercer lugar, se asumió que el déficit por cuenta corriente no importaba dentro de una unión monetaria. Por tanto, la acumulación de unos desequilibrios externos enormes fue ignorada en gran medida, bajo el supuesto de que, en la medida que este déficit estaba financiado dentro de la zona euro, era sostenible. Sin embargo, una vez que la unión monetaria ha dejado de funcionar, como discutiremos a continuación, los grandes déficits por cuenta corriente, aunque en su mayoría dentro de la zona euro, se convirtieron de pronto en insostenibles, mientras que los países con superávits externos han sido capaces de resistir la crisis, incluso con una peor situación fiscal.

— En cuarto lugar, se supuso que la integración europea de los mercados financieros era compatible con el mantenimiento de políticas e instituciones bancarias nacionales. La experiencia reciente ha demostrado que esto, de hecho, no es así, ya que crea situaciones en las que los bancos son demasiado grandes para ser rescatados —como el ejemplo irlandés ha demostrado—.

La crisis ha demostrado que estas cuatro hipótesis no eran válidas, por tres razones: en primer lugar, la zona

del euro sufrió un *shock* en varios órdenes de magnitud superior a los de la Gran Moderación. En segundo lugar, el descubrimiento del fraude fiscal griego destruyó la confianza en las cuentas fiscales de los países periféricos, y puso en duda la sostenibilidad de sus mercados inmobiliarios y sus déficits por cuenta corriente. En tercer lugar, la declaración de Deauville, en octubre de 2010, que afirmó que los inversores se verían obligados a compartir el costo de las operaciones de rescate, provocó un cambio estructural en el tratamiento de los bonos soberanos periféricos que indujo a su venta masiva.

Como resultado de todo ello, la unión monetaria dejó de funcionar tras la declaración de Deauville. Los mercados financieros europeos se segmentaron de manera drástica, y los países periféricos sufrieron una parada repentina típica de las crisis de los mercados emergentes de los años noventa. De un problema de liquidez se pasó, rápidamente, debido a una decisión política de dudosa lucidez (la declaración de Deauville), a poner en cuestión la solvencia de algunos de estos países periféricos. Para culminar la cadena de despropósitos, la respuesta a la decisión griega de convocar un referéndum sobre el segundo paquete de ajuste —la amenaza de salida del euro— ha introducido una segunda capa de incertidumbre. Si los mercados temen que la deuda pública no solo se reestructurará, sino que además se cambiará la denominación monetaria de la misma, es lógico que se haya generado una estampida de ventas de la deuda soberana europea. Se ha destruido la naturaleza de activo sin riesgo de la deuda soberana europea.

Como en el caso estadounidense, la solución es política. La zona euro debe avanzar hacia una unión fiscal donde se creen las estructuras de disciplina fiscal necesarias para poder contemplar la emisión de eurobonos (ver la discusión en Ubide, 2006 y 2011). Se ha cruzado el punto de no retorno, los países periféricos van a tener muy difícil el acceso a los mercados si no se crean eurobonos. La obsesión alemana con la disciplina fiscal y la competitividad como las únicas salidas

a la crisis implican la imposición de una política fiscal procíclica en un período de escaso crecimiento donde además, debido al aumento de los tipos de interés de la deuda soberana, se está produciendo un fuerte tensionamiento monetario. Es decir, más de la mitad de la zona euro está adoptando una combinación de políticas fiscales y monetarias altamente restrictivas. Esto se puede tolerar durante algún tiempo, pero no durante varios años. Las decisiones de la cumbre, de octubre de 2011, van por el buen camino si culminan con la integración fiscal y la emisión de eurobonos. Parece que Alemania ha entendido que es la única salida y está dispuesta a crear las condiciones necesarias, incluyendo reformas constitucionales. La alternativa si no es la destrucción de la Unión Europea.

#### 4. Conclusión

El futuro de ambas zonas económicas dependerá del equilibrio político. EE UU se convertirá en una social democracia con impuestos más altos o en un país con un sector público mínimo y alta disparidad de la renta. La incapacidad del «super comité» fiscal de alcanzar un acuerdo para la reducción del déficit revela la fragilidad, o incluso la inexistencia, de este equilibrio político. La zona euro se convertirá en una unión fiscal con una moneda de reserva o se desintegrará de manera altamente impredecible. En ambos casos, continuar por el mismo camino no es una opción.

#### Referencias bibliográficas

- [1] DUGGER, R. y UBIDE, A. (2004): «Structural Traps, Politics and Monetary Policy», *International Finance*, 7:1, marzo.
- [2] UBIDE, A. (2006): «Eurozone Countries' Credibility Reservoirs are Empty», *Europe's World*, 3, verano.
- [3] UBIDE, A. (2011): «La reestructuración de la deuda europea, un trágico error. Soluciones alternativas», manuscrito. De próxima aparición en DE GUINDOS, L. y FERNÁNDEZ, F. (editores), *La crisis en Europa: ¿un problema de deuda soberana o del euro?*, Fundación de Estudios Financieros, Madrid.

# ECONOMISTAS

COLEGIO DE

MADRID



La revista **Economistas** es la publicación del **Colegio de Economistas de Madrid**. Su periodicidad es trimestral, con tres números ordinarios y uno extraordinario.

Los números **ordinarios** son monográficos.

El número **extraordinario** recoge el análisis y la valoración de la economía española en el año anterior y sus perspectivas para el año en curso. Se presenta como un plural y completo balance del año, realizado por un amplio grupo de especialistas y estructurado en diez áreas del ámbito económico.

#### Información, ventas y suscripciones:

Colegio de Economistas de Madrid  
Flora, 1 - 28013 Madrid

Tel. 91 559 46 02 Fax 91 559 29 16  
revista.economistas@cemad.es

[www.colegioeconomistasmadrid.com](http://www.colegioeconomistasmadrid.com)