

# Artículos de Prensa

Madrid, 2 de agosto de 2013  
Análisis Económico

## Expansión

Rafael Doménech  
Economista Jefe de Economías  
Desarrolladas de BBVA Research

## En busca del tiempo perdido en la Eurozona

Hace poco más de un año algunos países de la eurozona y, por consiguiente el propio euro, estaban al borde del colapso. En los mercados y en las mentes de muchos expertos y analistas cotizaban al alza los escenarios de ruptura del euro o, cuando menos, de salida de algunos países de este proyecto europeo. Un año más tarde, las tensiones financieras en Europa han disminuido significativamente, tras el Consejo Europeo de junio de 2012, en el que se decidió avanzar hacia una UEM más genuina, la ayuda financiera para la reestructuración de la banca española, el segundo rescate a Grecia y las convincentes palabras de Mario Draghi, seguidas del anuncio de las Operaciones Monetarias Directas (OMT), asegurando que el BCE haría todo lo necesario para garantizar la supervivencia del euro. Tensiones que se encuentran en niveles similares a los de mediados de 2010 y principios de 2011, cuando la eurozona crecía a tasas por encima del 1%, y que han sido capaces de sortear bastante bien escenarios potencialmente disruptivos como las crisis políticas en Italia y Portugal, o el rescate de Chipre.

### **Ciertamente estamos mucho mejor que hace un año pero todavía queda mucho por hacer.**

La crisis de deuda en Europa ha tenido efectos muy negativos sobre el crecimiento y el empleo, sobre todo cuando se compara con los avances que se han producido en Estados Unidos. Esta comparación resulta muy ilustrativa sobre cuáles son las causas de ese comportamiento diferencial y, por lo tanto, de cuáles son las soluciones:

1. Tanto la eurozona como EE.UU. han sufrido dos crisis financieras desde 2008 pero con intensidades muy diferentes. La primera, tras el colapso de Lehman Brothers fue más intensa en EE.UU. pero se resolvió en pocos trimestres con el proceso de recapitalización bancaria obligatoria. La segunda, la crisis de deuda soberana, ha sido mucho más intensa (particularmente a partir de julio de 2011) y duradera en Europa.
2. Los efectos de esas tensiones financieras sobre el crecimiento real han sido muy importantes, si bien con cierto desfase temporal (entre 6 y 9 meses).
3. A pesar de las políticas monetarias y fiscales, entre 2008 y 2009 las tensiones financieras y el colapso del comercio internacional dieron lugar a una caída de unos 4 puntos porcentuales del PIB per cápita (medido en términos de personas en edad de trabajar) en la UEM y de más de 5 puntos en EE.UU.
4. Tanto EE.UU. como la UEM iniciaron su recuperación en 2010. Estados Unidos ha recuperado ya las 2/3 partes de la caída del PIB per cápita y la tasa de desempleo ha disminuido del 10 al 7,6%. En la UEM la recuperación se detuvo en 2011 por la crisis de deuda soberana. La recesión posterior ha llevado al PIB per cápita del primer trimestre de 2013 por debajo del nivel al que cayó a principios de 2009 y la tasa de paro ha aumentado hasta el 12,1%
5. En ambas áreas económicas la recuperación del comercio internacional desde 2009 y la contracción fiscal (posterior a la expansión fiscal de principios de la crisis) han sido similares, por lo que el mejor comportamiento relativo de EE.UU. respecto a Europa apenas puede explicarse por el sector exterior o la política fiscal.
6. Además de las menores tensiones financieras a partir de 2011, EE.UU. muestra un comportamiento diferencial más favorable en la dinámica del desempleo e inflación: ambos problemas disminuyen, lo que resulta consistente con el choque de oferta positivo que, entre otros factores, está suponiendo el *shale gas*. Por el contrario, en la eurozona la inflación disminuye mientras el desempleo aumenta, lo que es consistente con un choque de demanda negativo.

7. Los niveles de endeudamiento de los hogares, empresas, sector público y exterior antes de la crisis de deuda eran en general más desfavorables en EE.UU. que en el conjunto de la eurozona, si bien existía ya una enorme heterogeneidad entre los países de la UEM.
8. La mayor diferencia entre EE.UU. y la eurozona se encuentra en las instituciones con las que han hecho frente a perturbaciones con efectos muy asimétricos entre las economías (países y estados) que componen ambas áreas.
9. EE.UU. dispone de una unión bancaria y fiscal completa. En la eurozona la unión bancaria acaba de empezar a andar, mientras que la unión fiscal se reduce a un Tratado de Estabilidad y Coordinación, con seguimiento de los desequilibrios macroeconómicos, sin mutualización de deuda soberana o bancaria.
10. A pesar de que el BCE ha conseguido evitar la ruptura del euro y el colapso financiero de las economías periféricas, no ha ido tan lejos como la Reserva Federal tanto en el aumento de su balance como en su composición en términos de compra de deuda soberana.

En resumen, los desequilibrios agregados iniciales y las tensiones financieras en la primera parte de la crisis fueron ligeramente más favorables en la eurozona que en EE.UU. Sin embargo, la crisis de deuda ha sido un problema endógeno y específico a la eurozona, resultado de unas instituciones europeas que no estaban bien diseñadas para hacer frente a la enorme heterogeneidad interna por los desequilibrios acumulados antes y durante la crisis.

Para recuperar el tiempo perdido en términos de crecimiento económico respecto a EE.UU. y evitar una tercera recesión con resultados impredecibles, hay que actuar simultáneamente en tres frentes. Primero, para romper con el bucle diabólico de riesgo soberano y bancario es necesario, más pronto que tarde, algún tipo de mutualización de la deuda (como, por ejemplo, la propuesta del fondo de redención de deuda pública realizada por algunos expertos alemanes) y progresar lo antes posible hacia una unión bancaria completa. Segundo, algunos países necesitan seguir avanzando en las reformas estructurales, para promover la convergencia económica y como *quid pro quo* de esa mutualización de deuda. Tercero, es crucial aprovechar la actual ventana de oportunidad existente en los mercados financieros para garantizar un mayor crecimiento y la creación de empleo con políticas adecuadas, no sólo de oferta sino también de demanda, dentro de los márgenes existentes a nivel agregado en la eurozona. En las circunstancias actuales no puede renunciarse a nada que contribuya a potenciar el crecimiento a corto plazo. Y el consenso debería ser bastante amplio en lo que respecta a la reactivación del crédito bancario y a los estímulos que puede proporcionar la política monetaria, teniendo en cuenta que, mientras la tasa de desempleo sigue aumentando, la inflación subyacente continúa disminuyendo y se encuentra ya en el 1,1%.