



Universidad de Chile  
Facultad de Economía y Negocios  
Escuela de Economía

---

Seminario para optar al título de Ingeniero Comercial, mención Economía

## DESBALANCES SECTORIALES EN LA PRIMERA CRISIS DE LA ZONA EURO

Fragilidad de la integración monetaria de la Unión Europea desde el  
modelo de Consistencia Stock-Flow Post Keynesiano

Rodrigo Contreras Ramírez

Académico guía  
Esteban Pérez Caldentey

San Felipe, Santiago - 2015

## Abstract

---

:+:

Se ha generalizado la opinión que el derrumbe económico de la Zona Euro, específicamente en los países periféricos, está vinculado a una crisis fiscal consecuencia de la deuda soberana excesiva. En esta investigación se limpian estos argumentos aplicando un estudio heurístico, contable y objetivo, involucrando el uso de métodos contemporáneos de la Teoría Económica Heterodoxa Post Keynesiana: el modelo de Consistencia Stock–Flow. A paso de explorar la institucional monetaria de la Unión Europea y la Zona Euro y el proceso de liberalización de los capitales inter–europeos, esta metodología da una explicación coherente de una “Crisis por Déficit Sectoriales” en el sector corporativo y externo, diferente a la “Crisis de la Deuda Soberana” que brinda el paradigma económico dominante, a saber, neo–clásico.

Palabras Claves: Unión Europea, Apertura financiera, Economía Post–keynesiana, Crisis de la Zona Euro.

*Dedicado a los economistas heterodoxos,  
de Chile y el mundo, quienes estudian el  
sistema capitalista para evitar sus crueles  
consecuencias sobre los pueblos y la  
naturaleza.*

## Índice

---

:+:

|   |    |
|---|----|
| Índice de Tablas y Figuras .....  | 5  |
| Introducción .....  | 7  |
| 1. La Construcción Institucional y Monetaria de la Unión Europea .....    | 9  |
| 2. Liberalización y Supervisión Financiera Europea.....                   | 24 |
| i. Desregulación, directivas financieras e introducción del euro .....    | 24 |
| ii. Entes Reguladores.....  | 33 |
| 3. Los Cuatro Criterios de Convergencia .....                             | 37 |
| i. Precios.....   | 38 |
| ii. Finanzas públicas .....   | 41 |
| iii. Tipo de Cambio.....  | 45 |
| iv. Tasa de interés.....  | 46 |
| 4. La Crisis desde el modelo Consistente Stock-Flow.....                  | 49 |
| i. Interpretaciones .....   | 53 |
| ii. Modelo SFC .....  | 55 |
| iii. Desbalances sectoriales: hechos estilizados.....                     | 59 |
| 5. Observaciones Finales.....   | 72 |
| 6. Bibliografía .....   | 76 |
| 7. Anexos .....   | 79 |
| Anexo 1: Artículos sobre la libre circulación de capitales del TFUE. .... | 79 |
| Anexo 2: Tipo de cambio de un euro en divisas del mundo. ....             | 83 |
| Anexo 3: Notaciones de las Matrices Stock-Flow. ....                      | 84 |

## Índice de Tablas y Figuras

---

:+:

|  |    |
|--|----|
| <b>Tabla 1. 1:</b> Competencias de la Unión Europea.....   | 21 |
| <b>Tabla 2. 1:</b> Fechas de adopción de medidas financiera desregulatoria.....  | 26 |
| <b>Tabla 2. 2:</b> Índice Chinn-Ito de apertura financiera, promedio grupal entre países. Una liberalización completa toma el valor 1, el más alto. Los períodos están segmentados de acuerdo a los tratados. .... | 31 |
| <b>Tabla 3. 1:</b> Inflación anual, promedio entre grupos de países.....   | 39 |
| <b>Tabla 3. 2:</b> Costo nominal y real del trabajo por grupos de países. Base 100=1998.....   | 41 |
| <b>Tabla 3. 3:</b> Déficit (-) o Ahorro (+) de gobierno en porcentaje del PIB, promedio, mínimo y máximo entre grupo de países.....  | 42 |
| <b>Tabla 3. 4:</b> Deuda soberana en porcentaje del PIB, promedio, mínimo y máximo grupal de países.....   | 44 |
| <b>Tabla 3. 5:</b> Tipo de cambio real efectivo, promedio entre grupo de países. Base 2010. ....   | 46 |
| <b>Figura 3. 1:</b> Tasa de interés de largo plazo, promedio entre grupo de países. ....   | 47 |
| <b>Figura 3. 2:</b> Curva de rendimiento de un Bono Cupón Cero en euros. ....  | 48 |
| <b>Tabla 4. 1:</b> PIB Real per cápita. (Base 100: 2010) .....   | 51 |
| <b>Tabla 4. 2:</b> Tasa de desempleo total (definición OIT) .....  | 52 |
| <b>Tabla 4. 3:</b> Índice de desigualdad GINI antes de impuestos y transferencias.....   | 53 |
| <b>Tabla 4. 4:</b> Matriz de Transacción (+recibo y -pago) .....   | 58 |
| <b>Tabla 4. 5:</b> Matriz de Flujo (+fuente y -uso) .....  | 58 |
| <b>Tabla 4. 6:</b> Matriz de Balance (+activos y -pasivos) .....   | 58 |
| <b>Tabla 4. 7:</b> Ahorro (+) o déficit (-) de los sectores institucionales en el grupo UE y NOEURO, como porcentaje del PIB grupal entre 2002-2012.....   | 60 |

|  |    |
|--|----|
| <b>Tabla 4. 8:</b> Ahorro (+) o déficit (-) de los sectores institucionales en el grupo CORE y NO CORE como porcentaje del PIB entre 2002-2012. .... | 60 |
| <b>Tabla 4. 9:</b> Descomposición de la necesidad de financiamiento en el sector NOFIN del grupo NOCORE en porcentaje del PIB entre 2002-2012. ....  | 62 |
| <b>Tabla 4. 10:</b> Descomposición del Balance exterior del sector WORLD en el grupo NOCORE y CORE en porcentaje del PIB entre 2002-2012. ....       | 63 |
| <b>Tabla 4. 11:</b> Descomposición de la necesidad de financiamiento en el sector HOUSE del grupo CORE en porcentaje del PIB entre 2002-2012. ....   | 65 |
| <b>Tabla 4. 12:</b> Activos, Pasivos y su Diferencia promedio entre sectores y grupo de países sobre el PIB.....                                     | 68 |
| <b>Tabla 4. 13:</b> Descomposición de los Pasivos por países del grupo NOCORE del sector NOFIN. Promedio de periodo en porcentaje del PIB.....       | 69 |
| <br>   |    |
| <b>Tabla 5. 1:</b> Principales deficiencias de los países periféricos.....   | 73 |

## Introducción

---

:+:

Aunque ya ha pasado tiempo, aún no hay acuerdo entre economistas y políticos de distintas doctrinas sobre la esencia de la recesión que afecta los países periféricos de la zona euro. El derrumbe económico gatillado por la Crisis Financiera Subprime del 2007 fue experimentado por todos los miembros de la Unión Monetaria pero sólo algunos lograron una recuperación pronta. Además debemos tener en cuenta que la Crisis ocurrió en un marco distinto a lo habitual: la estructura institucional de la Unión Europea es de una supra-institución conformada actualmente por veintiocho naciones europeas con soberanía comunitaria y democrática, de los cuales sólo diecinueve participan en una Unión Monetaria amparados por el Banco Central Europeo y el Euro como su moneda común.

En el presente trabajo se limpian ciertos argumentos que relatan una recesión causada por la deuda pública o soberana con un estudio heurístico, contable y objetivo, involucrando el uso de Cuentas Nacionales y métodos contemporáneos de la Teoría Económica Heterodoxa Post Keynesiana. En base al modelo de Consistencia Stock-Flow, desarrollado a principios de los ochenta por Wynne Godley, podré descifrar coherentemente las causas del prolongado estanco que sufren las economías periféricas. Del mismo modo vincularemos los resultados con hipótesis de inestabilidad financiera elaborada por Hyman Minsky, otro gran académico post-keynesiano, que nos ayudará a entender la conducta de las Crisis.

El presente estudio está compuesto por cuatro partes fundamentales y una de conclusiones. En la primera se relatará, a modo de historia, la construcción de la institucionalidad de la Unión Europea y la articulación de la Unión Económica y Monetaria de la Zona Euro para contextualizar las siguientes secciones. En la segunda parte explicaré el proceso comunitario de liberalización de los capitales inter-europeos, y en la tercera recorreremos los criterios de convergencia nominales que la Unión Europea impuso a los estados miembros para entrar en la Zona Euro. En la cuarta sección cuestionaremos la interpretación de los economistas *mainstream*, luego describiré la metodología de Consistencia Stock-Flow y desde ella descubriré los déficits y la situación patrimonial de los distintos sectores institucionales que forma cada economía europea y dar una respuesta precisa y objetiva del origen de la Crisis y su duración. Finalizaremos con una conclusión donde expondremos nuestros resultados principales y sugerencias sobre los errores del proceso de integración y las fallas del Sistema Monetario Internacional.



## 1. La Construcción Institucional y Monetaria de la Unión Europea

---

:+:

Como preludeo al estudio la crisis de la zona euro, primeramente, debemos ser conscientes del particular aparato económico e institucional que posee la Unión Europea, tal como una supra estructura constituida por naciones fuertes política, social y productivamente. Cuando queramos aclarar las causas, seguramente, veremos comportamientos no convencionales a otras crisis por el complejo funcionamiento de la Unión y sus acuerdos monetarios. Para los economistas arraigados en el paradigma dominante, la crisis surge desde el gasto excesivo, y consecuente endeudamiento, del sector público y de los hogares; mientras que otros más interesados en la economía real monetaria, tal como la base de este estudio, compartirán otros puntos de vista de una crisis profundizada por los desbalances externos y el deterioro productivo. Para averiguarlo, debo partir con un marco ampliado, así que nos detendremos en la construcción institucional y monetaria de la Unión Europea.

La integración europea del último siglo ha sido distinta a las anteriores; en épocas pasadas se intentó la unificación<sup>1</sup> de los pueblos de Europa por medios bélicos e imperialistas. El proceso que vemos hoy y que aún no termina, sin embargo, ha sido impulsado por acuerdos

---

<sup>1</sup> Unificación y Unión son distintos. La diversidad cultural, lingüística, política y social no permite la unificación europea.

diplomáticos, amparados por la democracia y, principalmente, la cooperación económica. Podemos percibir que la integración europea ha logrado cinco etapas bien marcadas:

- Área de Libre Cambio (1957)
- Unión Aduanera (1968)
- Mercado Común (1987)
- Mercado Único (1993)
- Unión Económica y Monetaria (2002)

Desde el siglo XIX existieron tratados comerciales que favorecían el intercambio de bienes como el celebrado entre Gran Bretaña y Francia o la Unión Aduanera Zollverein alemán entre Prusia, Hesse-Darmstadt, Baviera y Wurtemberg en 1834. A comienzos del siglo XX, se generalizaron los acuerdos entre naciones europeas hasta que la primera guerra mundial reconfiguró el estado geopolítico, la actividad económica, financiera y comercial. No hubo estabilidad hasta el fin de la Gran Depresión y la Segunda Guerra Mundial. Desde entonces las naciones europeas se mostraron interesadas por cooperar, no solo para mejorar las condiciones económicas, sino también para mantener la paz en el continente.

Las primeras iniciativas pro cooperación fueron la Administración de Socorro y Reconstrucción de las Naciones Unidas para sacar a los países aliados de la pobreza y miseria; el Plan de Recuperación Europeo o Plan Marshall y la Organización Europea de Cooperación Económica (OCDE, hoy) con paquetes de préstamos y mejoras productivas; la Unión Económica BENELUX firmada en 1944 y compuesta por Bélgica, Países Bajos y Luxemburgo con un arancel exterior común y políticas presupuestarias coordinadas; y la Unión Europea Occidental establecida en el Tratado de Bruselas de 1948 como una organización europea de defensa y seguridad, creada originariamente por Francia, Bélgica, Reino Unido, Luxemburgo y Países Bajos.

La integración demostró buenas cualidades por lo que algunas autoridades quisieron avanzar aún más en ella. Robert Schuman y Jean Monnet elaboraron el Plan Schuman que proponía integrar toda la producción franco-alemana del carbón y el acero, ambos sectores

económicos claves, bajo una autoridad común, abierta al resto de los países europeo. Pese a la negativa por parte de Gran Bretaña, que acusaba intromisión sobre su soberanía, se constituyó la Comunidad Europea del Carbón y del Acero (CECA) con el *Tratado de París* de 1951 que firmaron Bélgica, Países Bajos, Luxemburgo, Francia, Alemania e Italia. El Tratado orientó a las naciones para seguir cooperando y expandir la integración económica, el desarrollo de empleo y alcanzar un mercado común europeo en los siguientes años.

La *Primera Etapa de Integración* se concreta con los *Tratados de Roma* en 1957: se crea la Comunidad Económica Europea (CEE) y la Comunidad Europea de Energía Atómica (CEEA o EUROATOM), ambos celebrados por los mismos miembros de la CECA. Por otro lado, el Reino Unido, Austria, Suiza, Suecia, Noruega, Dinamarca y Portugal forman la Asociación Europea de Libre Comercio (EFTA, por sus siglas en inglés *European Free Trade Association*) en 1960 en la Convención de Estocolmo, pacto que sólo eliminó los aranceles sin atentar contra la soberanía de las nacionales. Los Tratados de Roma no incorporaron idea alguna sobre una unión monetaria, de hecho, la existencia del Sistema Monetario Internacional (SMI) Bretton Woods y el Fondo Monetario Internacional garantizaba la estabilidad e impartía disciplina monetaria, además de entregar confianza a la inversión gracias a certidumbre que emanaba desde las tasas de cambio fijas del SMI.

Años más tarde, el Tratado de Fusión de los Ejecutivos o *Tratado de Bruselas* en 1967 colapsarían la CEE, la CECA y la CEEA en la Comunidad Europea (CE) bajo una misma institución gestionada por el Consejo de las Comunidades Europeas, la Comisión de las Comunidades Europeas y una Junta de Cuentas, iniciando la *Segunda Etapa de Integración* en 1968: una Unión Aduanera donde los países miembros eliminaron sus aranceles recíprocamente, y además convinieron un Arancel Exterior Común. Como resultado, las mercancías importadas desde países terceros entrarán uniformemente a cualquier país miembro, facilitando su circulación dentro la CE. A comienzos de los años setenta, la Comunidad decidió utilizar recursos del arancel externo para crear un presupuesto propio, requisito fundamental para avanzar a las siguientes etapas de integración.

El comercio europeo, que se había expandido gracias al sistema de tasas fijas, se debilitó ante la crisis internacional a fines de los sesenta. Las presiones a reajustar las tasas, la divergencia de las políticas domésticas entre países, la acumulación de oro dispareja y el déficit comercial de Estados Unidos acabó debilitando el SMI. Esto fue acogido por la CE y encargó en 1970 a Pierre Werner, primer ministro luxemburgués, la elaboración de un plan para el fortalecimiento de la coordinación política y monetaria, y la mantención de tipos de cambio fijos. El informe planifica una mayor integración mediante la coordinación de políticas económicas a nivel comunitario y avanzar hacia la libre circulación de bienes, servicios, personas y capitales sin desequilibrios ni distorsiones en la competencia. Si bien no estaban claras las instituciones necesarias para la siguiente etapa, se presenta la necesidad de una entidad capaz de controlar la política económica y monetaria de la unión análoga a la Reserva Federal y los Bancos Centrales.

El Plan Werner recibe un duro golpe en 1971 cuando Nixon abandona la convertibilidad del dólar en oro y cambia el régimen cambiario fijo a uno de flotación libre con el fin de devaluar el dólar, desatando una crisis monetaria internacional. El desmoronamiento del sistema Bretton Woods motivó a las autoridades de la Comunidad a improvisar la primera colaboración monetaria europea para limitar las fluctuaciones entre las divisas. El Acuerdo de Basilea firmado en 1972 crea la Serpiente Monetaria donde se acuerdan bandas de fluctuación alrededor de  $\pm 2.25\%$  para todas las monedas europeas con respecto al dólar, o sea, un 4.5% de cambio máximo<sup>2</sup>, con el fin de mantener los tipos de cambio “estables” en un sistema mixto de flotación sucia. Del mismo acuerdo, advino en 1973 el establecimiento del Fondo Europeo de Cooperación Monetaria (FECOM) que apoyó el funcionamiento de la serpiente monetaria mediante la gestión de las reservas de la CE. El sistema colapsa ese mismo año ante la inestabilidad monetaria mundial: las entradas y salidas de algunos países de serpiente monetaria, las políticas divergentes y el desequilibrio entre los miembros de la Comunidad.

---

<sup>2</sup> La mitad de la variación permitida según el Acuerdo Smithsoniano del G10. El acuerdo duró hasta 1973.

Los setenta no fueron fáciles para la Comunidad que se vio desamparada ante la crisis monetaria y del petróleo pues los países buscaban políticas aisladamente para su recuperación ante la inflación, el desempleo y el déficit comercial. El proyecto de integración se paralizó. Se advierte que la única manera de mejorar la coordinación de las políticas económicas y terminar con la crisis era logrando la estabilidad de los mercados monetarios, o sea, baja inflación y tipos de cambio estables. En 1979, luego de la reunión del Consejo de Europa en Bremen, se desarticula la Serpiente Monetaria y entra en vigor el Sistema Monetario Europeo (SME) con el ECU (*European Currency Unit*) y el (primer) Mecanismo de Tipo de Cambio (MTCI) como elementos centrales del SME.

El ECU estaba definido como un numerario que representaba una cesta de cantidades (porcentajes) fijas de divisas donde la importancia de cada moneda variaba con la evolución de los tipos de cambio entre las divisas de la CE<sup>3</sup>. Este era emitido por el FECOM en contra partida de depósitos en oro y dólares, y era utilizado como medio de pago de deudas entre acreedores y deudores<sup>4</sup> por Bancos Centrales, bancos comerciales y otras entidades financieras oficiales. El MTCI funcionó en tres ámbitos:

- el mecanismo de cambio y de intervención o de Financiamiento a muy corto plazo para mantener las monedas entre sus límites de fluctuación, y por otro lado, un sistema de alerta cuando dos monedas se encontraran en las bandas opuestas<sup>5</sup>;
- el mecanismo de pago y contabilización o de Apoyo Monetario a corto plazo para financiar problemas de balanza de pago y para administrar las operaciones de crédito y endeudamiento entre la CE; y
- el mecanismo de crédito o de Ayuda Financiera de créditos con plazo entre dos y cinco años donde el país solicitante debía condicionar su política económica para acceder a ellos (requisitos esgrimidos por el Consejo de Ministros de la CE).

---

<sup>3</sup> Entre las variables que definían la importancia de las monedas estaba el PIB, el porcentaje de cuota en el FECOM y la participación comercial dentro de la CE.

<sup>4</sup> No se podía pagar más del 50% de la deuda en ECUs.

<sup>5</sup> Este índice de divergencia no tuvo mucha efectividad y apenas se utilizó debido a que el marco alemán se estableció como la moneda ancla.

En los comienzos de la década de los ochenta, la CE contaba con diez estados miembros, los seis fundadores más el Reino Unido, Irlanda, Dinamarca y Grecia, incluyendo múltiples asociaciones comerciales con países de Europa oriental, centroamericanos y africanos (Acuerdos de Yaundé). A mediados de los ochenta, el acuerdo de Schengen sobre liberalización fronteriza, los postulados del Mercado Único del Libro Blanco en 1985 y la entrada de Portugal y España en 1986, entregarían dinamismo al proceso integrador. El avance de las propuestas de espacio sin fronteras, coordinación política y la formación de la siguiente Unión, concretó en 1987 una reforma importante para la CE: el *Acta Única Europea*. Este nuevo Tratado, amplía los objetivos de la Comunidad logrando la *Tercera Etapa de Integración* o Mercado Interior o Mercado Común caracterizado por la supresión de barreras no arancelarias y la libre circulación de factores productivos como trabajadores, bienes, capitales y servicios dentro de la Comunidad que pretendía entregar una distribución y dinamismo más eficientes a la economía europea, dejando claro el proyecto de Unión Económica y Monetaria (UEM) en los siguientes años. El Acta incluye nuevas políticas de cohesión social para el desarrollo armónico y equitativo entre los países miembros, también políticas de medioambiente, investigación y desarrollo. En ella se cambian algunos mecanismos de decisión comunitaria, como la votación por mayoría calificada en lugar de la unanimidad en un número de casos específicos al mercado interior en el Consejo de Ministros, principal órgano de decisión comunitaria.

Todos los esfuerzos para la anhelada Unión se lograron en los noventa. El Consejo Europeo encargó a Jacques Delors la tarea de estudiar los pasos para instaurar la UEM. El informe aprobado en 1989 relata el proceso como único y global, con el funcionamiento de un Mercado Único<sup>6</sup> y la estabilidad de un área económica con menores costos de transacción gracias a una moneda común. El informe también resuelve los elementos esenciales que debe tener la Unión, tales como políticas macroeconómicas, presupuestarias, de competencia y de

---

<sup>6</sup> Mercado Común y Único no son sinónimos. El Mercado Común elimina los obstáculos a los intercambios comerciales entre estados de una integración económica. El Mercado Único profundiza el Común incluyendo la cohesión y cercanía de la política económica, monetaria y social.

desarrollo regional, la completa liberalización de los movimientos de capitales y la integración plena de los mercados financieros para asegurar el funcionamiento de la moneda única, el Euro (€)<sup>7</sup>. Si bien la planificación de la Unión Monetaria no se estipuló en un cronograma fijo, se divide en tres etapas, que efectivamente ocurrieron: en la primera etapa deberán converger los objetivos y la cooperación política, económica y monetaria, la liberalización de los capitales financieros por toda la CE, la adhesión de las monedas al mecanismo de bandas estrechas del SME y la supresión total del derecho de aduanas interior. La segunda etapa son los preparativos del euro: se crean nuevas instituciones como el Instituto Monetario Europeo, se seleccionan los países que cumplieron los criterios para la zona euro y se fijan las paridades fijas irrevocable de las monedas al euro. La tercera y última etapa estipula el funcionamiento del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC), la sustitución definitiva del ECU por el Euro con una paridad de 1 a 1, y la ejecución de la política monetaria única por el Banco Central Europeo.

Se presentarían nuevos obstáculos desde la política antes de comenzar la articulación de la UEM. El Reino Unido no apoyó totalmente el Plan Delors, al contrario de la Comisión, Francia y España, quienes representados por Margaret Thatcher, consideraban una amenaza las intenciones de Bruselas más sobre su soberanía. Luego de Thatcher, el Reino Unido que no aceptaba una moneda única y un sistema integrado de Bancos Centrales, presentó un plan alternativo, el Plan Major, que consistía en crear una moneda netamente internacional y no una cesta de monedas, el "Euro-duro". Esta moneda competiría con las demás, se integraría al SME y no sufriría depreciaciones frente a otras monedas comunitarias. El Plan Major no fue tomado en cuenta ya que Europa continental estaba más preocupada por el fin de la Guerra Fría y la Unificación Alemana.

La CE se mostró muy preocupada por la unificación monetaria y política alemana luego de la caída del muro de Berlín y su nueva actitud con el proyecto de integración europeo. Para

---

<sup>7</sup> Las nuevas políticas van de la mano al manifiesto de la consolidación neoliberal, el Consenso de Washington. Desde el 2010, la UE cogerá más recomendaciones de este, especialmente en lo concerniente con la política fiscal.

impedir el gran éxodo de alemanes hacia el occidente, el proceso de unificación se aceleró. Sin embargo, esto no interfirió su compromiso con los planes de la CE, por lo que la primera etapa de la UEM se sincronizó con el Tratado de la Unión Europea, el Tratado sobre la Unión Económica, Monetaria y Social de Alemania y la Directiva 88/361/CEE sobre libertad plena de los movimientos de capital en la CE<sup>8</sup> en vigor desde el 1 de julio de 1990. Otro hecho importante fue la crisis temprana de los noventas que afectó a los países desarrollados originada por el estallido de una burbuja inmobiliaria en Japón y magnificada por la inflación causada por el petróleo ante la tensión de la Guerra del Golfo. Las monedas comprometidas con el euro tuvieron problemas para mantener sus paridades, de hecho, la lira y la libra esterlina se salieron del mecanismo de cambio del SME mientras que la peseta y el escudo portugués fueron devaluados consecutivamente. Cabe destacar que esta crisis es la primera dentro de la etapa del capitalismo-financiero globalizado, donde colisiona la era digital, la multipolaridad mundial, y la expansión del Consenso de Washington<sup>9</sup>.

A puertas de la UEM, aparecieron propuestas de Unión Política desde Alemania y Francia, las cuales fueron incluidas en las Conferencias Intergubernamentales para debatirlas simultáneamente junto a las últimas disposiciones de la integración monetaria. Aparecieron temas que incumbían la política social, la sanidad, el medio ambiente, la energía, la tecnología, la investigación y la protección a los consumidores. El contexto internacional en crisis, especialmente la invasión a Kuwait, propuso que uno de los sostenes de la próxima UEM de la Comunidad fuese la política exterior y de seguridad común. Paralelo al proceso de integración, le siguió la apertura del Banco Europeo para la Reconstrucción y el Desarrollo (BERD) en 1990 destinado a facilitar la transición a la economía de mercado de los países europeos ex comunistas de Europa del este, y la inclusión de Italia, España, Portugal y Grecia al Espacio

---

<sup>8</sup> Algunos países tuvieron un periodo transitorio especial para la entrada en vigor de la Directiva, como España, Grecia, Irlanda y Portugal que no debía sobrepasar al 31 de diciembre de 1995.

<sup>9</sup> Paul Davidson da opiniones críticas sobre el Consenso desde la perspectiva post-keynesiana (2003, 2004).



Schengen<sup>10</sup> en pro de la libre circulación de personas (esperando la inclusión paulatina de otros miembros).

La turbulencia de la nueva década y la desaprobación del nuevo tratado por referéndum en Dinamarca retrasó la integración hasta noviembre de 1993 con la entrada en vigor del *Tratado de Maastricht* o *Tratado de la Unión Europea* (TUE), instaurando la *Unión Europea* (UE) dotada de un marco institucional legal y de gobierno único con régimen de democracia representativa; el Tratado consolida la *Cuarta Etapa de Integración* o Mercado Único al aplicar las cuatro libertades económicas<sup>11</sup> junto a la armonización de las políticas económicas comunitarias y levanta los tres pilares fundamentales de la nueva era comunitaria:

1. la integración comunitaria de la economía, las políticas, la unión monetaria y la ciudadanía europea (Pilar I, contenido en todos los antiguos tratados),
2. la Política Exterior y de Seguridad Común (PESC o Pilar II), y
3. la Cooperación Policial y Judicial (Pilar III).

El TUE expresa la intención de la UEM y los criterios pactados que deben tener los países para entrar a la zona monetaria del euro. Estos criterios, que detallaré en la parte tres de esta investigación, se relacionan con la capacidad competitiva que debían poseer los países miembros dentro de un contexto de libre mercado; entre los criterios de convergencia se plantea el control de la inflación, el tipo de cambio, la tasa de interés y el déficit fiscal. Con el tratado ya en marcha, en 1994 se inicia la segunda fase hacia la UEM: se desarma el FECOM y el Comité de Gobernadores de Bancos Centrales, y se construye el Instituto Monetario Europeo (IME), el cual funcionó como foro de consultas sobre información monetaria a nivel regional y entregaba recomendaciones y opiniones sobre la orientación de las políticas monetarias o cambiarias que representarían la visión europea y no nacionalista. Sin embargo, las decisiones y su ejecución económica aún les correspondían a los Bancos Centrales Nacionales –hasta 1999,

---

<sup>10</sup> El Tratado de Schengen antes de los noventa contemplaba a BENELUX, Francia y Alemania.

<sup>11</sup> Las Libertades Económicas básicas del Mercado Único son la Libre Circulación de Capitales y Pagos, la Libre Circulación de Mercancías, la Libre Circulación de Personas y la Libre Circulación de Servicios. El Mercado Único sirvió de transición para la próxima etapa de integración.

cuando se inicie la tercera fase de la UEM. Fue obligación de los Bancos Centrales independizarse totalmente del poder político y alterar sus estatutos institucionales para que compatibilicen con la esencia del TUE, en pos de la estabilidad de los precios y la convergencia.

En los años siguientes, se adhieren Suecia, Finlandia y Austria en 1995 y se establece el Pacto de Estabilidad y Crecimiento en 1997. El último se elabora ante la preocupación del Consejo por alcanzar los objetivos de finanzas públicas que expresaba el TUE ya que en aquel tiempo hubo un gran déficit público en Europa, de hecho, Alemania propuso realizar sanciones automáticas si no se respetaba el criterio, mas fue ampliamente rechazado. Finalmente, el Pacto no alteró los requerimientos iniciales del Tratado pero se comprometieron explícitamente a lograr los objetivos y la convergencia a mediano plazo con las medidas que se estimen necesarias, hacer públicas las recomendaciones del Consejo, corregir las finanzas inmediatamente ante un riesgo de déficit y, como caso especial, corregir el déficit en un año cuando se experimente una recesión con una caída de 0.75% del PIB real aproximadamente. En 1998, junto con la elección de los once primeros países que integrarán la Unión Monetaria, entre ellos los seis fundadores, Irlanda, España, Portugal, Austria y Finlandia, se concluye la segunda etapa para la unión monetaria con la fijación irrevocable de las divisas europeas al euro y la programación de su introducción al uso ciudadano a tres años.

La tercera fase hacia la UEM sucede junto a la vigencia del *Tratado de Ámsterdam* en mayo de 1999. Fue la primera reforma de modificaciones y simplificaciones del TUE con el objetivo de expandir el espacio de libertad, seguridad y justicia común relacionados con el Acuerdo de Schengen por toda la UE que había quedado pendiente en el Tratado de Maastricht<sup>12</sup>. Durante esta última etapa, tal como lo expresa el Informe Delors, surge el

---

<sup>12</sup> A fines del 2014, son 26 países en el Acuerdo de Schengen: Alemania, Bélgica, Francia, Luxemburgo, los Países Bajos, Italia, España, Portugal, Grecia, Austria, Finlandia, Suecia, Dinamarca (con disposiciones especiales), República Checa, Estonia, Letonia, Lituania, Hungría, Malta, Polonia, Eslovenia, Eslovaquia. Irlanda y el Reino Unido participan sólo en parte en el acervo de Schengen. Bulgaria, Chipre y Rumanía también aplican unas partes del acervo de Schengen por disposición del Consejo. Países terceros de la UE en Schengen son Noruega, Islandia, Liechtenstein y Suiza, aunque este último votó el 9 de febrero de 2014

Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) como la institución monetaria suprema de la UEM. Está compuesto por el Banco Central Europeo (BCE, ex IME) y los Bancos Centrales Nacionales de los estados miembros y su objetivo es mantener la estabilidad de precios y apoyar las políticas económicas de la UE, según el Tratado de Maastricht, mediante la política monetaria, las operaciones de cambio de divisas, el control y gestión de las reservas y la mantención del sistema de pagos TARGET (*Trans-European Automated Real-Time Gross Settlement Express Transfer System*)<sup>13</sup>. El BCE, encargado de ejecutar y garantizar las acciones del SEBC, es una institución con personalidad jurídica, y entre sus atribuciones está autorizar la emisión de billetes y contribuir con las autoridades competentes a una buena gestión de las políticas sobre la supervisión prudencial de las entidades de crédito y la estabilidad del sistema financiero.

El Plan que los visionarios de la integración monetaria europea tuvieron hace más de dos décadas concluyó. Desde el 2002, las monedas oficiales de los países incluidos a la zona euro son paulatinamente retiradas, el euro ingresa en circulación y se vuelve la moneda oficial en 12 países de la UE<sup>14</sup>, logrando la *Quinta Etapa de Integración*, la Unión Económica y Monetaria definitiva, pero incompleta ante la desestimada integración bancaria y fiscal, la cual luego de la crisis es parte fundamental de los debates de la UE. Como veremos en el siguiente capítulo, la llegada del euro desbloquea plenamente la liberalización del capital y de los pagos en la zona euro ya que deja de existir el sesgo cambiario: esto mejora las decisiones de inversión con un tipo de cambio fijo y el fin del riesgo por devaluaciones o revaluaciones nominales. Para ser parte del euro, los países miembros de la UE deben seguir los criterios de convergencia y estar en el Mecanismo de Tipo de Cambio II (MTCII) por lo menos dos años. Tal mecanismo sustituyó al MTCI y significa un acuerdo firmado entre el BCE y los Bancos

---

en referéndum restringir el acceso de los ciudadanos de Europa a su territorio, lo que puede llevarle a abandonar el espacio de Schengen.

<sup>13</sup> El TARGET fue un sistema de transferencias de fondos interbancarios para el pago transfronterizo denominado en euros más sencillo. Este funcionó para integrar el mercado monetario, facilitar el funcionamiento de la política monetaria, y permitir pago con menores costo, seguros y en el menor tiempo dentro la zona euro. El sistema fue reemplazado por el TARGET2 en 2007.

<sup>14</sup> Grecia es aceptada a la zona euro, y su moneda quedó atada irrevocablemente al euro en 2001.

Centrales Nacionales de los países miembros que no forman parte del euro y tiene como objetivo mantener la estabilidad de los tipos de cambio entre el euro y las monedas nacionales participantes en el MTC II para evitar fluctuaciones. Al 2015 sólo Dinamarca participa en tal sistema con un tipo de cambio fijo de un euro =  $7,46038 \pm 2,25\%$  coronas.

Luego, el Consejo Europeo ratificó una nueva reforma con el *Tratado de Niza* vigente desde 2003 que modifica la estructura institucional del TUE necesaria para adaptarlo a la ampliación de la UE hacia el este, que en 2004 adhirió diez países más: Chipre, Eslovenia, Eslovaquia, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Malta, República Checa y Polonia<sup>15</sup>. Durante los años anteriores a la crisis subprime, los estados mejoraron su situación gracias a la masificación de los intercambios y de la inversión. El Tratado además estableció un aumento en el número de escaños en el Parlamento Europeo hasta alcanzar los 732 y organizó las consecuencias financieras de la expiración del Tratado de París o de la Comunidad Europea del Carbón y del Acero, la cual cumplió cincuenta años.

A cincuenta años de los Tratados de Roma y la entrada de Rumania y Bulgaria en 2007, la UE acumula 27 países miembros. Ese mismo año se firma la última reforma en la Comunidad Europea: el *Tratado de Lisboa*. Éste busca unificar, vincular y armonizar una institucionalidad supra-nacional que durante más de cincuenta años se edificó por toda Europa: las modificaciones más importantes del TUE son la fusión de los tres pilares del Tratado de Maastricht en una única personalidad jurídica como sujeto de Derecho Internacional, minimizar el estancamiento decisorio del Consejo gracias al voto con mayoría cualificada, un Parlamento con mayor peso y decisión, al nivel del Consejo, y crea un Presidente del Consejo Europeo y un Alto Representante de la Unión para Asuntos Exteriores y Política de Seguridad para la continuidad y coherencia de la política de la UE.

---

<sup>15</sup> Entre ellos, Eslovenia (2007), Chipre, Malta (2008), Eslovaquia (2009), Estonia (2011), Letonia (2014), y Lituania (2015), el diecinueveavo países en la zona euro, usan el euro como moneda oficial.

Además de una reforma al **Tratado de la Unión Europea**, se extrae ciertos elementos del Tratado Constitutivo de la Comunidad Europea (firmado en Roma en 2004 el cual pretendía crear una Constitución Europea pero que nunca entró en vigor) que se incluyen en un nuevo documento, que rediseña el Tratado Constitutivo de la Comunidad Económica Europea de 1957 y lo convierte en el **Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea**. El Tratado de Lisboa vincula a todos los estados miembros bajo la **Carta de los Derechos Fundamentales de la Unión Europea** (con excepción del Reino Unido y Polonia) y junto al **Tratado Constitutivo de la Comunidad Europea de la Energía Atómica** forman los cuatro documentos principales que configura la Unión Europea. Su entrada en vigor fue en 2009 y según el título I del TFUE, existen cuatro tipos de competencias o acciones que la UE puede llevar a cabo, impresas en la tabla 1.1, las cuales suplen los antiguos Pilares.

**Tabla 1. 1: Competencias de la Unión Europea**

| Competencias | Artículo en el TFUE  | Acción  |
|--------------|----------------------|---|
| Exclusivas   | <i>Artículo 2, 1</i> | Solamente la Unión puede legislar y ejecutar, como en los temas de unión aduanera, normas de competencia en el mercado interior, la política monetaria del euro, la política de recursos marinos comunes, política comercial común y la celebración de acuerdos internaciones.  |
| Compartidas  | <i>Artículo 2, 2</i> | La Unión y el Estado miembro pueden legislar y actuar en políticas sociales, de agricultura, pesca, medio ambiente, protección a los consumidores, transporte, energía, espacio de libertad, justicia y seguridad, salud pública y cohesión social, económica y territorial.<br>La Unión no puede impedir la investigación, el avance en tecnología, la exploración espacial ni la cooperación humanitaria. |
| De Apoyo     | <i>Artículo 2,5</i>  | La Unión apoya y complementa las acciones de los estados miembros como en salud, turismo, industrias, cultura, educación, deporte y protección civil.   |
| Especiales   | <i>Artículo 3</i>    | La Unión vela la coordinación de políticas económicas, sociales y de empleo, y la política exterior y de seguridad común (PESC).  |

Fuente: Elaboración propia.

En respuesta a la crisis analizada posteriormente en este estudio, la UE levantó cuatro entes reguladores para monitorear la liquidez y patrimonio neto de las instituciones financieras: la Junta Europea de Riesgo Sistemático, la Autoridad Bancaria Europea, la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación, y la Autoridad Europea de Valores y Mercados. Otro avance del último tiempo es la creación de la Unión Bancaria en la zona euro, mencionada como el proceso de integración monetaria más ambicioso desde la introducción del euro. Esta se caracteriza por crear un marco financiero integrado donde todos los bancos se gobernarán por reglas únicas y comunes, libera a los bancos de sesgo doméstico al convertirlos en bancos europeos<sup>16</sup>, y crea mecanismos para dar estabilidad al sistema bancario: un Mecanismo Único de Supervisión y un Mecanismo Único de Resolución<sup>17</sup>. La necesidad de profundizar la integración de la zona monetaria demostró que la UEM estaba incompleta y, de hecho, se presume que luego de la Unión Bancaria se acerca una Unión Fiscal donde las políticas de gasto nacionales se alinean en base a reglas comunitarias<sup>18</sup>. El primer paso de esta unión está en el Pacto Fiscal Europeo o Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza en la Unión Económica y Monetaria firmado el 2012 por 25 estados miembros, con excepción del Reino Unido y República Checa.

En la actualidad, con Croacia como el veintiochoavo país en entrar el 2013, la Unión Europea está compuesta principalmente por distintas instituciones, unas políticas como el Parlamento Europeo, El Consejo Europeo, la Comisión Europea y el Consejo, otras instituciones sin fines políticos tal como el Tribunal de Justicia, el Tribunal de Cuentas y el Banco Central

---

<sup>16</sup> Los bancos de los países periféricos fueron “discriminados” luego de la crisis. La Unión Bancaria pretende eliminar tal prima de riesgo.

<sup>17</sup> Ambos mecanismos serán examinados más adelante en el capítulo 2, ii.

<sup>18</sup> Esto hará perder la soberanía de las naciones en materia fiscal y tributaria. Se cree que la consecución de la Unión Fiscal, y la Unión Económica y Monetaria completa, mejora la gestión de la moneda única y pondría fin a la recesión de la zona euro y minimizará los problemas de futuras crisis. (FMI, 2009). Sin embargo hay otros enfoques donde la centralización de la Unión Fiscal no es necesaria, y la completitud de la Unión Monetaria es posible sólo con reformas al sector financiero, descentralizando la responsabilidad de la deuda de los gobiernos y la restructuración de la deuda soberana en el caso de crisis fiscales (Fuest y Peichl, 2012).

Europeo, y otros órganos u organismos de Derecho público con atribuciones independientes. Dentro de la teoría de la integración supra-nacional, existe una *Sexta etapa*, la *Unión Política*, que si bien está presente en una porción de acuerdos e instituciones políticos compartidos, tal como la política exterior común o los asuntos de política ambiental, está lejos de aplicarse totalmente dentro de la UE: la diversa realidad cultural e histórica de cada país hace imposible la Unión Política Total.

## 2. Liberalización y Supervisión Financiera Europea

---

:+:

Luego de comprender la historia monetaria europea, y antes de entrar al análisis económico de la crisis de la zona euro, será conveniente relatar el proceso paralelo de apertura financiera y de desregulación de los flujos de capital. Esto no es menor, entre los países se realizaron muchos acuerdos comunitarios sobre la libre circulación del capital los cuales permitieron ampliar el mercado financiero a un nivel nunca antes experimentados. Cuando se le abren nuevas puertas a la inversión, éstas se vuelven más potentes, habituales y profundas, sin embargo, los postulados de la economía ortodoxa no reconoce su peligro subyacente: la liberalización y desregulación mejorar las condiciones competitivas y asegura mayor bienestar, en este caso, comunitario. Pero se nos presenta una paradoja con la empírica cuando las jugadas especulativas utilizan nuevos productos financieros dejando a las economías en posiciones frágiles y susceptibles a una larga recesión.

### i. Desregulación, directivas financieras e introducción del euro

En el Tratado de Roma se contempló la idea del mercado común y la liberalización de mercancías, factores productivos y servicios, pero sin plazos prefijados. Los acuerdos alcanzados durante los primeros años de la Comunidad, sin embargo, sólo priorizaron el intercambio de mercancías con la articulación una unión aduanera con arancel común y la eficiencia de los servicios relacionados con los costos de tales mercancías, transporte especialmente. En realidad, la libre circulación del capital estuvo presente entre los artículos



63-73 del Tratado, pero las trabas fueron la incertidumbre de las divisas y la poca armonía de las regulaciones inter-europeas.

Luego de superar la crisis del petróleo, los obstáculos económicos no abatidos se volvieron un estorbo para el crecimiento y el proceso integrador, entonces las autoridades reconocieron la importancia de derribarlos para lograr un mercado interior realmente eficiente, productivo y competitivo, interior y exteriormente. Así se firma el Acta Única Europea con el objetivo de consolidar la Libre Circulación de Capitales y Pagos, la cual implicaría una mejor asignación de recursos, menos costos macro y microeconómicos, junto a estimulación de la “producción conjunta” de la Unión<sup>19</sup>.

En la década de los ochenta, fue necesaria la armonización única entre los mercados financieros europeos, hasta entonces, regidos por distintas regulaciones naciones, y para lograr el Mercado Único europeo, los servicios financieros en la Comunidad requirieron tres atribuciones ineludibles: Libertad de Establecimiento, Libre Prestación de Servicios y Control Único del país de origen o Pasaporte Único. La CE avanzó mediante la desregulación y las políticas liberales financieramente: el levantamiento del control de los capitales, la desregularización de las tasas de interés, o bien, se vincularon a las Directivas Europeas de Servicios Financieros, según la tabla 2.1.

---

<sup>19</sup> Es bien sabido que los postulados del libre mercado aumenta la riqueza de las naciones, pero *a priori* desprecia el proceso redistributivo de tales rentas.

**Tabla 2. 1:** Fechas de adopción de medidas financiera desregulatoria.

|              | Retiro de controles de capital | Desregularización de la tasa de interés | Primera directiva bancaria | Segunda directiva bancaria |
|--------------|--------------------------------|---|----------------------------|----------------------------|
| Alemania     | 1967                           | 1981                                    | 1978                       | 1992                       |
| Bélgica      | 1991                           | 1990                                    | 1993                       | 1994                       |
| Francia      | 1990                           | 1990                                    | 1980                       | 1992                       |
| Luxemburgo   | 1990                           | 1990                                    | 1981                       | 1993                       |
| Países Bajos | 1980                           | 1981                                    | 1978                       | 1992                       |
| España       | 1992                           | 1992                                    | 1987                       | 1994                       |
| Grecia       | 1994                           | 1993                                    | 1981                       | 1992                       |
| Irlanda      | 1985                           | 1993                                    | 1989                       | 1992                       |
| Italia       | 1983                           | 1990                                    | 1985                       | 1992                       |
| Portugal     | 1992                           | 1992                                    | 1992                       | 1992                       |
| Dinamarca    | 1982                           | 1988                                    | 1980                       | 1991                       |
| Reino Unido  | 1979                           | 1979                                    | 1979                       | 1993                       |

Fuente: Buch & Heirich (2002)

Los primeros acuerdos comunitarios sobre bancos comerciales son la creación del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea o Comité de las Reglas y Prácticas del Control Bancario en 1975 –que tuvo un rol propositivo pero no poder para obligar a normas en materia bancaria y estuvo formado por representantes de Bancos Centrales Nacionales y autoridades supervisoras del G10<sup>20</sup>, más Grecia y Luxemburgo–, y la Primera Directiva de Coordinación Bancaria en 1977. Si bien la Primera Directiva sólo abordó el derecho de establecimiento de entidades financieras, la Segunda Directiva entrada en vigor desde 1993, en apoyo al TUE, implementó la libre prestación de servicios financieros por toda el área de la Comunidad junto al Pasaporte Único, de este modo, las actividades financieras de los bancos doméstico que operan en otro estado miembro quedan bajo la supervisión de las autoridades del país de domicilio social, junto con el reconocimiento mutuo de las normas de supervisión. La Directiva causó la apertura de los mercados extra nacionales para las entidades de crédito, incluso desde

<sup>20</sup> G10: Alemania, Bélgica, Canadá, Estados Unidos, Países Bajos, Francia, Japón, Gran Bretaña, Suecia e Italia. Hoy Suiza está incluido en el grupo y Luxemburgo es un miembro asociado.

países terceros a la Comunidad, dada la mínima reglamentación sobre la vigilancia y supervisión.

En resumen, podemos mencionar otras seis Directivas acordadas en los noventa que compartían entre países:

- Segunda Directiva de Consolidación Bancaria (1993)
- Directiva sobre los Fondos Propios (1993)
- Directiva del Coeficiente de Solvencia (1993)
- Directiva de Supervisión Consolidada (1993)
- Directiva sobre Control de los Grandes Riesgos (1994)
- Directiva de los Servicios de Inversión (1996)
- Directiva de Adecuación del Capital (1996)

Las anteriores son acuerdos comunitarios destinados a minimizar los obstáculos legislativos sobre los servicios financieros que ofrecían los bancos y otras entidades financieras. Las Directivas se convirtieron en normas que, al mismo tiempo, amplían los mercados financieros, protegen a los usuarios, motiva la competencia regional, estudia el riesgo financiero, facilita el pago de servicios, asegura la solvencia y liquidez de los bancos, y mantiene la integridad del mercado financiero.

Con respecto al mercado de seguros, la desregulación y liberación se inculcó en todos los países de la Comunidad. Su ampliación favoreció la competencia transfronteriza y la cooperación para el establecimiento de los servicios entre estados miembros. Al derribar las fronteras interiores con el Mercado Único, tal como lo explica el Acta Única, mejora el acceso de los ciudadanos europeos a una gama más grande de productos con mejores precios, y garantiza el establecimiento de aseguradoras en toda la Comunidad bajo un contexto más competitivo.

El mercado de valores mobiliarios también fue normado con las mismas pautas esenciales para la formación del Mercado Único y su libre circulación de capitales. La Comunidad se esmeró en limpiar los valores de mercado, condicionando la admisión de valores

oficiales de cotización, su contenido, el control y el sistema de difusión de los rótulos de admisión, y la publicación de información de las empresas cotizantes. Más específicamente, los esfuerzos están en obtener información relevante de los principales accionistas, sancionar las operaciones con información privilegiada, vigilar los servicios de inversión y evaluar el capital distribuido de las empresas de inversión y crédito. Para ello se acordó la Directiva sobre Inversiones y la Directiva sobre Adecuación de Capital, entregando más seguridad a los flujos de activos.

En el mercado secundario, la evolución de las bolsas en la UE no se estancaría: en 1998 se estrecharían las relaciones entre las bolsas de Fráncfort y Londres mediante una alianza; esta fue la primera señal en el camino hacia una Bolsa Europea Única. La globalización y la zona euro desencadenaron otras alianzas regionales y transfronterizas. En 1999, una reunión de las ocho bolsas más importantes de Europa dejó clara la intención de crear una bolsa Europea con una plataforma única para la transacción de grandes valores con normas y regulaciones comunes.

El pasaporte único también se aplicó a las inversiones mediante la Directiva de Servicios de Inversión entrada en vigor desde el 1 de enero de 1996. Desde entonces existe libertad de establecimiento y libre prestación de estos servicios que permite competir entre los miembros de la Unión bajo las normas de cooperación firmadas. A pesar de esto, aún quedó en una nebulosa el riesgo posible de deslocalización de las transacciones bursátiles. La Directiva sobre la Adecuación de Capital es complementaria a las Directivas que caen sobre las entidades de crédito e inversión, la cual condiciona a estas a tener un mínimo prudencial de capital inicial, apoyando la cobertura de distintos riesgos.

Entre las directivas, la más importante fue la Directiva 88/361/CEE de libre circulación de capitales, idea elaborada en la Acta Única Europea, y que sin embargo, entró en vigencia en

1990<sup>21</sup> y fue ratificada e incluida en el Tratado de Maastricht<sup>22</sup>. Esto consagra un nuevo tipo de liberalización del capital inter-europea en la nueva era digital y encaja con el proyecto de la Unión Monetaria pues “la liberalización es necesaria para la aplicación de la Unión Monetaria” tal como el Informe Werner y Delors lo afirmaban.

La construcción del sistema financiero europeo estaba lejos de acabar. En el Consejo Europeo de Cardiff, los jefes de gobierno de la UE encargaron a la Comisión la elaboración de un informe para conseguir la unificación de los mercados financieros comunitarios: el Plan de Acción de los Servicios Financieros. Dicho Plan consta de 43 medidas –legislativas y no legislativas–, y tiene como objetivo la consecución de un mercado único de los servicios financieros en la UE para garantizar el pleno aprovechamiento de las ventajas derivadas de la moneda única y para conseguir un funcionamiento óptimo del mercado financiero europeo como un auténtico Mercado Interior. El Plan de Acción incluye una mezcla de nueva legislación, leyes modificadas, comunicaciones de la Comisión y recomendaciones jerarquizadas en el tiempo, que deberían completarse en el año 2005. El Plan, asimismo, identifica aquellas áreas en las que el bloqueo político ha impedido avances importantes, tales como las normas sobre liquidación, ofertas públicas de adquisición, estatuto de la sociedad europea, organismos de inversión colectiva y la venta a distancia de servicios financieros. En dicho documento se puso énfasis en la necesidad de actuar en cinco campos diferentes:

- Dotar a la UE de un dispositivo legislativo más claro y moderno, capaz de responder a los nuevos desafíos.
- Acabar con la fragmentación del mercado de capitales para reducir el coste de constitución de capital en los mercados de la UE.
- Permitir a los prestadores de servicios y usuarios aprovechar las oportunidades ofrecidas por un mercado financiero único, garantizando a estos últimos un elevado nivel de protección.
- Fomentar una coordinación más estrecha de las autoridades de supervisión y control.

---

<sup>21</sup> Resulta coincidente con nuestra investigación que España, Irlanda, Portugal y Grecia postergaran el proceso de liberalización hasta más tardar el 31 de diciembre de 1995.

<sup>22</sup> Los artículos se encuentran contemporáneamente en el TFUE, ver Anexo 1.

- Desarrollar una infraestructura integrada que sirva de base para las transacciones financieras al por menor y al por mayor.

El proceso de liberalización de los pagos y capitales siguió avanzando con la consecución de la Unión Monetaria: una institucionalidad monetaria única entre países, tal como la zona Euro, redefiniría los caudales del capital que manejaban los grandes países capaces de acumular grandes porciones de capital invertible. Sin el euro, los movimientos de capital estuvieron restringidos, mas no por las normas, sino por los riesgos derivados de las fluctuaciones de las divisas, la dificultad al comparar instrumentos financieros, las diferencias en las tasas de interés doméstica o la aceleración inflacionaria diferenciada de cada miembro. Con una moneda única y la política monetaria centralizada en el BCE, estos problemas desaparecen: la tasa de interés y la inflación están mejor controladas, se elimina el sesgo cambiario ante el riesgo de revaluaciones, y se genera una mayor variedad de transacciones en mercados más amplios, profundos y líquidos; ello atraería más inversión internacional, diversificaría los plazos de colocación del ahorro, reduciría riesgos en los portafolios y estimularía la innovación, impulsando nuevamente la economía europea<sup>23</sup>.

En el siglo XXI, se logró la plena liberalización de los capitales del Mercado Único de la zona euro y en los países adheridos al Mecanismo de Tipo de Cambio II. En la tabla 2.2 se exhibe la evolución que tuvo la liberalización desde los setenta hasta nuestra década usando el índice de Chinn-Ito o KAOPEN (Chinn e Ito, 2008) en grupos de países –los cuales será útiles en las secciones posteriores. Hay cuatro grupos de países: el grupo CORE donde figura Bélgica, Alemania, Francia, Países Bajos y Austria; el grupo NOCORE compuesto por países periféricos como España, Irlanda, Grecia, Italia y Portugal; el grupo NOEURO con países de la Unión que no utilizan el euro, Reino Unido, Dinamarca y Suecia; y el grupo de países actuales del EFTA, Noruega, Suiza e Islandia.

---

<sup>23</sup> La reducción de los riesgos tanto del prestamista como del prestatario aumenta la inversión, tal como se arguye en la teoría de inestabilidad financiera de Minsky (1992).

Con los acuerdos comunitarios, las directivas y la introducción del euro notamos el avance en la apertura. Los países del centro o CORE y otros como el Reino Unido fueron prematuros en abrir los flujos, mientras que los países periféricos o NOCORE y los del EFTA se mantuvieron tímidos hasta los noventas. Con el régimen de la Unión Europea y la economía moderna en la era digital, la transacción de capital se volvió intensa en todos los grupos de países. Desde la entrada del euro toda la UE levantó las barreras al capital generando plena libertad a una gran gama de servicios financieros de toda Europa y el mundo. Luego de la crisis, notamos un declive en el grupo EFTA, causado por la reducción de la apertura al capital en Islandia, pero los demás grupo permanecen intactos pues la libre circulación del capital es un elemento esencial para la actividad económica del libre mercado en la UE, según la Comisión.

**Tabla 2. 2:** Índice Chinn-Ito de apertura financiera, promedio grupal entre países. Una liberalización completa toma el valor 1, el más alto. Los períodos están segmentados de acuerdo a los tratados.

| PERIODO   | CORE | NOCORE | NOEURO | EFTA |
|-----------|------|--------|--------|------|
| 1973-1987 | 0.72 | 0.25   | 0.59   | 0.26 |
| 1988-1992 | 0.81 | 0.39   | 0.86   | 0.31 |
| 1993-1997 | 0.98 | 0.81   | 0.96   | 0.70 |
| 1998-2002 | 0.97 | 0.95   | 1.00   | 0.89 |
| 2003-2007 | 1.00 | 1.00   | 1.00   | 0.90 |
| 2008-2012 | 1.00 | 1.00   | 1.00   | 0.72 |

Fuente: elaboración propia en base a índice KAOPEN hecho con datos del informe AREAER del Fondo Monetario Internacional.

Como mencionamos, la liberalización comercial privada significa eficiencia y rentabilidad, sin embargo, dentro de una Unión se necesita superar algunos prerequisites macroeconómicos comunes y una armonización de la política monetaria comunitaria. Pero

luego de satisfacerlos, tal como auguraba Henning Christophersen<sup>24</sup> (1997), el libre mercado y sus fuerzas automáticamente presionarán los precios macroeconómicos hacia la convergencia regional, aplicándose la competencia plena dentro del Área Monetaria apuntando a un nivel de bienestar generalizado.

La prodigiosa visión anterior que proviene de la Comisión Europea<sup>25</sup>, la cual está íntimamente arraigada a la teoría económica ortodoxa, terminó complicada con la Crisis de la Zona Euro y logró validar las nociones de Kenen (1969) y Krugman (1990, 1991) sobre el peligro de integrar monetariamente naciones pequeñas con poca diversidad productiva. En su punto de vista, la integración y el libre establecimiento del capital causa la concentración de algunas actividades económicas en ciertos lugares geográficos convenientes, ya sea por economías a escalas o la aparición de Clusters, que son aprovechados por los inversionistas. Por lo tanto, las estructuras productivas de las económicas de los países miembros de una Unión, con libre movilidad de factores, divergirán. Si bien Krugman se refiere específicamente a la producción industrial real, este fenómeno también puede ocurrir en mercados de materias primas o financieros, terminando con heterogeneidad en las condiciones macroeconómicas y patrimoniales.

Pueden ocurrir otros riesgos no-mercado en la zona euro: cambios político que reflejen euro-escepticismo y quieran alterar las políticas comunitarias por otras de interés nacional; la capacidad del BCE en mantener la credibilidad y en la ejecución de las políticas monetarias correctas para satisfacer la liquidez y armonizar el tipo de cambio del euro con las divisas del resto del mundo; la estabilidad financiera ante el riesgo sistemático de operaciones de alto riesgo y su contagio que puede desembocar en una crisis (y ocurrió). Con respecto al último, en el próximo apartado hablaré sobre la ineficiencia de las instituciones supervisoras europeas al diagnosticar el sistema financiero y cómo luego de la crisis se reforman.

---

<sup>24</sup> Ex-vicepresidente y responsable para Asuntos Económicos, Financieros y Monetarios de la Comisión Europea entre 1985 y 1995.

<sup>25</sup> "One money, one market" (1990).



## ii. Entes Reguladores

La estabilidad financiera es una condición previa para que la economía real proporcione puestos de trabajo, crédito y crecimiento de manera sana y prolongada, sin sobresaltos. A comienzos de la era de la UE, ni el BCE ni el SEBC tenían funciones específicas de supervisión financiera regional, a lo más, debían asegurar una buena interacción con las entidades supervisoras nacionales. El BCE puede cooperar para la comprensión común de políticas de supervisión junto a un comité compuesto por autoridades nacionales y otros foros de asistencia financiera como el Comité Asesor Bancario, el Grupo de Contacto de las Autoridades de Supervisión Bancaria de la Unión Europea o el Comité de Basilea; sin embargo, el SEBC no recibió información sobre supervisión interna, al menos que el riesgo se vuelva peligroso comunitariamente.

Otra falencia del sistema regulador es la capacidad limitada del BCE en proporcionar liquidez a las instituciones financieras individuales, como prestamista de última instancia, ante una crisis bancaria, debido a que los estatutos del BCE estaban hechos en base a los del Bundesbank, el cual no tenía competencias explícitas para el auxilio en caso de crisis financiera. De hecho, este papel no estuvo asignado a ninguna institución en la zona euro, y sólo era posible entregar liquidez desde los Bancos Centrales y autoridades nacionales cuando la crisis era localizada.

Luego de la última crisis, quedó demostrada la escasa supervisión financiera en Europa que fue incapaz de anticipar los riesgos del sistema financiero, y la incompetencia para laborar políticas macroprudenciales. En 2008, la Comisión encargó a Jacques De Larosière la elaboración de un informe para mejorar la supervisión financiera y recuperar la confianza de los ciudadanos europeos con sistema financiero. En su informe final se recomendó, entre otras cosas, la creación de un órgano encargado de supervisar los riesgos sistemáticos en el conjunto de la Unión. En 2009, la Comisión celebró una serie de reformas orientadas a preservar la estabilidad financiera a nivel europeo, la más importante es la creación de la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS), responsable de la supervisión macroprudencial donde el

Banco Central Europeo está encargado de proporcionar apoyo analítico, estadístico y logístico con el asesoramiento técnico de los Bancos Centrales Nacionales y los supervisores nacionales. La JERS asume la supervisión macroprudencial a fin de contribuir a la prevención o mitigación del riesgo sistémico que surge de la evolución del sistema financiero, de modo que se eviten episodios de perturbaciones financieras generalizadas. Contribuirá al buen funcionamiento del mercado interior y garantizará una contribución sostenible del sector financiero al crecimiento económico.

Para complementar la supervisión financiera, se establece el Sistema Europeo de Supervisión Financiera (SESF) que agrupa otros actores de supervisión, tanto a escala nacional como de Unión, para que actúen como una red, siempre en armonía con las directivas financieras. Según las competencias de apoyo leal de la UE, las partes del SESF deben cooperar con confianza y respeto mutuo, en especial para garantizar flujos de información adecuada y fiable entre ellas. La red se compuso por la JERS y tres autoridades de microsupervisión: la Autoridad Bancaria Europea, la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación, y la Autoridad Europea de Valores y Mercados.

La Autoridad Bancaria Europea actúa sobre las actividades de las entidades de crédito, los conglomerados financieros, las empresas de inversión, las entidades de pago y las entidades de dinero electrónico. La Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación funciona sobre las empresas de seguros, las empresas reaseguradoras, los fondos de pensiones de empleo y los intermediarios de seguros. Por lo que respecta a los fondos de pensiones de empleo, la Autoridad actuará sin perjuicio de la legislación social y laboral nacional. La Autoridad Europea de Valores y Mercados monitorea toda legislación futura en el ámbito de los gestores de fondos de inversión alternativos y a las sociedades que ofrecen servicios de inversión o a los organismos de inversión colectiva que comercialicen sus participaciones. Asimismo, la Autoridad tomará las medidas adecuadas en lo que se refiere a las ofertas públicas de adquisición, la compensación y liquidación y los derivados crediticios.

El objetivo de las Autoridades será proteger el interés público contribuyendo a la estabilidad y eficacia del sistema financiero a corto, medio y largo plazo, para la economía de la Unión, sus ciudadanos y sus empresas. Cada Autoridad contribuirá a mejorar el funcionamiento del mercado interior, en particular, con un nivel sólido, efectivo y coherente de regulación y supervisión; velar por la integridad, la transparencia, la eficiencia y el correcto funcionamiento de los mercados financieros; reforzar la coordinación de la supervisión internacional; evitar el arbitraje regulatorio y promover la igualdad de condiciones entre los participantes; garantizar que los riesgos de inversión y de otro tipo estén regulados y supervisados de la forma adecuada; y reforzar la protección del consumidor.

La última acción concreta llevada a cabo por la Unión Europea es la Unión Bancaria (UB) que implanta dos mecanismos destinados a mantener un sistema financiero europeo más confiable y estable. El Mecanismo Único de Supervisión o primer pilar de la UB comenzó en noviembre de 2014, está bajo la responsabilidad del BCE y abarca todos los bancos de la zona euro. El BCE se ocupará de la supervisión directa de los 128 bancos más grandes, mientras que los supervisores nacionales seguirán al resto de los bancos bajo la responsabilidad final del BCE. Los estados miembros que no pertenezcan a la zona euro pueden formar parte del mecanismo. Con el fin de evitar posibles conflictos de intereses, la separación organizativa u operativa de las funciones del BCE, la supervisión financiera y la política monetaria, se rigen por normas independientes y claras.

El segundo es el Mecanismo Único de Resolución o segundo pilar de la UB. Su objetivo principal es garantizar que los bancos quebrados o al borde de quebrar se gestionen de forma eficiente, con los mínimos costos para los contribuyentes y la economía real. El mecanismo es el último responsable de la resolución de todos los problemas bancarios de la zona del euro, aunque en la práctica se distribuirán las tareas entre el Mecanismo Único de Resolución y las autoridades nacionales. El mecanismo será el responsable directo de los bancos importantes y de los casos transfronterizos. Las normas que rigen la UB tienen por objeto asegurar que sean los bancos y sus accionistas quienes financien las resoluciones y, si fuesen necesarios, también

parcialmente los acreedores del banco. No obstante, también se dispondrá de otra fuente de financiación a la que se podrá recurrir si las contribuciones de los accionistas y las de los acreedores del banco no son suficientes: El Fondo Único de Resolución de €55.000 millones, hecho con aportes de todos los bancos, se creó para estas situaciones mediante un acuerdo intergubernamental que también regirá las disposiciones relativas a la transferencia de las contribuciones y a la mutualización del Fondo.

### 3. Los Cuatro Criterios de Convergencia

---

:+:

La Unión Económica y Monetario planificada por la Comunidad según las etapas propuestas por el Plan Delors demandó que las economías nacionales de los miembros convergiesen competitivamente para asegurar la estabilidad económica y monetaria. Estos criterios están expresados en el Tratado de Maastricht y se enfocan en cuatro agregados macroeconómicos que caracterizan cada economía y que son requisito para un área óptima monetaria del euro: inflación, finanzas públicas, tipo de cambio y tasa de interés. Durante 1994 y 1999 se encaminó la convergencia y aquellos países de la UE que lo lograron se facultaron para el uso pleno de la moneda única.

Otras condiciones necesarias aparte de los criterios, es la independencia de los Bancos Centrales Nacionales que formarán parte de la Zona Euro<sup>26</sup> y la independencia política, financiera y operativa del Banco Central Europeo. La autonomía del SEBC es fundamental pues en la economía comunitaria, la política fiscal nacional no está coordinada entre sí ni con el BCE, así que pueden existir motivaciones de corto de plazo que atenten contra los niveles de inflación nacional y tipo de cambio real, causando desbalances dentro del área monetaria. La independencia monetaria minimiza el riesgo inflacionario dentro la zona monetaria.

---

<sup>26</sup> En Reino Unido, Inglaterra e Irlanda del Norte no participaron de la tercera etapa de la UEM, mientras Dinamarca y Suecia prefirió conservar sus competencias monetarias.

El análisis de los criterios es importante pre y post crisis. Cabe destacar que según la teoría convencional de las uniones monetarias, dentro de una UEM se produce una convergencia automática entre las naciones gracias al poder competitivo del libre mercado. Pero al dar un vistazo rápido, uno se percató que la UEM de la UE no asegura convergencia real, más bien existen desbalances estructurales característico de cada miembro o mesozona, tal como la periferia y el núcleo de la zona euro.

Entre las condiciones para entrar a la UEM definitiva están:

- i. Precios: Alto grado de estabilidad. La tasa de inflación no puede estar por encima de 1,5% a la tasa de los tres países con mejor estabilidad.
- ii. Finanza pública: Finanzas sostenibles. Déficit fiscal prudente que rodee el 3% con respecto al PIB y menos de 60% de deuda soberana sobre el PIB.
- iii. Tipo de Cambio: Estabilidad Cambiaria. No manifestar tensiones graves, no devaluar el tipo de cambio bilateral respectivo a la divisa de otro Estado miembro, y mantenerse dentro del margen normal de fluctuación de Mecanismo de Tipo de Cambio del SME.
- iv. Tipo de Interés: Tasa baja sostenible. Lograr un tipo de interés nominal de largo plazo no mayor a 2% con respecto a los tres estados con mejor comportamiento.

- i. Precios

Mantener los niveles inflacionarios bajos en toda la UE mejora el movimiento comercial y capitalista entre los países, según el BCE. La reducción de esta incertidumbre afecta especialmente el tipo de cambio real, lo cual presume el precio de los bienes que produce cada país, a pesar de tener una moneda única. La estabilidad previene la inflación o deflación de los bienes y permite lograr más actividad económica y empleo, dada la presunta eficiencia al asignar consumo e inversión. Además, contribuye en la estabilidad financiera: la reducción del riesgo inflacionario en la tasa de interés real mejora las decisiones de inversión y previene una redistribución arbitraria de la riqueza. El tratado establece que la estabilidad de los precios es

el objetivo primario del BCE y de su política monetaria<sup>27</sup>, pero no da una definición precisa de ello. Así que el Consejo Gobernador del BCE definió que la tasa de inflación año tras año según el índice armonizado de precios del consumidor (HICP, sus siglas en inglés) para la zona euro debe ser menor a 2%.

**Tabla 3. 1:** Inflación anual, promedio entre grupos de países.

|      | CORE | NOCORE | NOEURO | EFTA |
|------|------|--------|--------|------|
| 1997 | 1.5% | 2.5%   | 1.9%   | 2.2% |
| 1998 | 1.0% | 2.5%   | 1.3%   | 1.7% |
| 1999 | 1.0% | 2.1%   | 1.3%   | 2.1% |
| 2000 | 2.0% | 3.4%   | 1.6%   | 3.7% |
| 2001 | 2.7% | 3.4%   | 2.1%   | 4.7% |
| 2002 | 2.1% | 3.7%   | 1.9%   | 3.1% |
| 2003 | 1.6% | 3.3%   | 1.9%   | 1.7% |
| 2004 | 1.9% | 2.6%   | 1.1%   | 1.5% |
| 2005 | 2.0% | 2.7%   | 1.5%   | 1.5% |
| 2006 | 1.9% | 3.0%   | 1.9%   | 2.7% |
| 2007 | 1.9% | 2.6%   | 1.9%   | 1.7% |
| 2008 | 3.2% | 3.5%   | 3.5%   | 6.2% |
| 2009 | 0.3% | -0.1%  | 1.7%   | 6.0% |
| 2010 | 1.6% | 1.6%   | 2.5%   | 3.5% |
| 2011 | 2.9% | 2.8%   | 2.9%   | 1.8% |
| 2012 | 2.5% | 2.3%   | 2.0%   | 1.9% |
| 2013 | 1.7% | 0.6%   | 1.2%   | 2.1% |
| 2014 | 0.7% | -0.3%  | 0.7%   | 1.0% |

Fuente: Elaboración propia en base a los datos de EUROSTAT, metodología HICP. Datos de Suiza incluido desde 2006 en EFTA.

A continuación, utilizaremos nuevamente los grupos de naciones para observar la evolución inflacionaria que muestra la tabla 3.1. Se destaca una inflación más acelerada en los países periféricos que otros países de la zona euro desde la entrada del euro hasta 2008.

<sup>27</sup> Según el artículo 127 del TFUE, y el artículo 121 del Tratado de Ámsterdam. Además, sin perjudicar el objetivo primario, el BCE debe apoyar las políticas económicas para contribuir con los objetivos de la UE, como el pleno empleo y el crecimiento balanceado.

También podemos apreciar el salto inflacionario de los países del EFTA entre 2008 y 2010. El cambio en los precios de los bienes finales consumidos proviene de los costos de su producción y el valor de las importaciones.

En la literatura post keynesiana encontramos varias teorías sobre la decisión de los precios, los cuales están influenciados principalmente por los costos y el margen de ganancia que desea lograr el capitalista o comerciante<sup>28</sup>. Por otro lado, la importación no requiere tanta atención: si bien la mayor parte del comercio se realiza dentro la Unión, veremos que la moneda europea se apreció constantemente desde su entrada hasta la crisis, aligerando el valor de los productos importados.

La integración económica prevé mayor competencia entre empresas, por lo que es esperable que los costos en general se mantengan bajos. Sin embargo, los costos laborales tienen un comportamiento distinto pues están muy ligados al rendimiento de la economía, en particular, a su inversión y deuda. En la tabla 3.2 vemos los costos laborales de los grupos de países, tanto nominales como reales. El índice real de costos de trabajo está limpio de la inflación del consumo de cada país. Vemos que en promedio los países mantuvieron costos reales similares, pero se nota el alza nominal en la periferia hasta 2009, seguida por el grupo de países de la UE sin euro.

El desbalance nominal es un problema en un sistema de tipo de cambio fijo uno a uno en la zona euro. Los países que experimentan más costos reducen su margen de ganancias y los vuelven menos competitivos relativamente con el exterior. Esto lo veremos claramente en el tipo de cambio real efectivo, pero antes nos detendremos en el sector gubernamental.

---

<sup>28</sup> Entre la literatura Post Keynesiana de teoría de precios se recomienda revisar a Lee 1999 y Downward 1999.



**Tabla 3. 2:** Costo nominal y real del trabajo por grupos de países. Base 100=1998

| AÑO  | COSTO NOMINAL |        |        | COSTO REAL |        |        |
|------|---------------|--------|--------|------------|--------|--------|
|      | CORE          | NOCORE | NOEURO | CORE       | NOCORE | NOEURO |
| 1998 | 100.0         | 100.0  | 100.0  | 100.0      | 100.0  | 100.0  |
| 1999 | 101.0         | 102.4  | 102.1  | 100.3      | 98.5   | 99.9   |
| 2000 | 102.0         | 104.7  | 104.8  | 99.6       | 98.3   | 100.7  |
| 2001 | 104.0         | 108.5  | 109.2  | 99.8       | 97.5   | 102.8  |
| 2002 | 106.3         | 113.0  | 111.3  | 99.8       | 97.7   | 102.4  |
| 2003 | 108.0         | 116.9  | 112.9  | 99.7       | 97.4   | 101.9  |
| 2004 | 107.9         | 119.5  | 113.6  | 98.2       | 97.0   | 100.7  |
| 2005 | 108.7         | 125.0  | 115.4  | 97.0       | 98.0   | 100.1  |
| 2006 | 109.4         | 127.1  | 117.6  | 96.1       | 96.8   | 99.5   |
| 2007 | 110.8         | 130.9  | 122.8  | 95.2       | 97.1   | 100.6  |
| 2008 | 114.5         | 137.5  | 128.2  | 96.5       | 100.5  | 101.2  |
| 2009 | 119.9         | 141.0  | 134.9  | 100.1      | 102.5  | 105.1  |
| 2010 | 119.4         | 138.0  | 134.0  | 98.7       | 100.2  | 101.9  |
| 2011 | 120.9         | 136.4  | 135.3  | 98.5       | 98.2   | 100.8  |
| 2012 | 124.6         | 134.6  | 139.1  | 99.9       | 96.2   | 101.7  |
| 2013 | 127.0         | 134.6  | 141.2  | 100.3      | 95.0   | 101.4  |

Fuente: Elaboración propia en base a los datos de EUROSTAT.

## ii. Finanzas públicas

Analizaré el sector público con los datos del déficit fiscal y de la deuda soberana, tal como propone Maastricht y el PEC. Es interesante la evolución del primero en sus distintas etapas, según la tabla 3.3. Antes del euro, hubo un déficit general pronunciado, regido por las presiones de la Unión por emparejar los tipos de cambio e interés. Alrededor de la introducción de la moneda, tal como se requería, el déficit disminuyó abruptamente para demostrar disciplina fiscal, pero también se demostró un superávit en los países no euro.

**Tabla 3. 3:** Déficit (-) o Ahorro (+) de gobierno en porcentaje del PIB, promedio, mínimo y máximo entre grupo de países.

| AÑO  | CORE  |       |       | NOCORE |        |       | NOEURO |        |       |
|------|-------|-------|-------|--------|--------|-------|--------|--------|-------|
|      | X     | MIN   | MAX   | X      | MIN    | MAX   | X      | MIN    | MAX   |
| 1995 | -6.7% | -9.3% | -4.4% | -5.4%  | -7.3%  | -2.2% | -5.4%  | -7.0%  | -3.6% |
| 1996 | -3.5% | -4.4% | -1.7% | -4.3%  | -6.6%  | -0.3% | -3.2%  | -4.1%  | -2.5% |
| 1997 | -2.5% | -3.6% | -1.3% | -2.3%  | -3.9%  | 1.3%  | -1.6%  | -2.1%  | -1.2% |
| 1998 | -1.9% | -2.7% | -0.9% | -2.1%  | -4.4%  | 2.0%  | 0.1%   | -0.4%  | 0.9%  |
| 1999 | -1.2% | -2.6% | 0.3%  | -0.9%  | -3.0%  | 2.4%  | 0.8%   | 0.8%   | 0.9%  |
| 2000 | -0.1% | -2.1% | 1.9%  | -0.2%  | -3.2%  | 4.8%  | 2.1%   | 1.2%   | 3.2%  |
| 2001 | -1.1% | -3.1% | 0.2%  | -2.0%  | -4.8%  | 0.9%  | 1.0%   | 0.4%   | 1.4%  |
| 2002 | -2.1% | -3.9% | 0.1%  | -1.8%  | -3.3%  | -0.3% | -1.2%  | -2.0%  | 0.0%  |
| 2003 | -2.9% | -4.1% | -1.7% | -2.0%  | -4.4%  | 0.4%  | -1.6%  | -3.4%  | -0.1% |
| 2004 | -2.8% | -4.8% | -0.2% | -2.1%  | -6.2%  | 1.4%  | -0.4%  | -3.6%  | 2.1%  |
| 2005 | -2.4% | -3.3% | -0.3% | -1.9%  | -6.2%  | 1.6%  | 1.1%   | -3.5%  | 5.0%  |
| 2006 | -1.2% | -2.5% | 0.2%  | -1.8%  | -6.1%  | 2.8%  | 1.4%   | -2.9%  | 5.0%  |
| 2007 | -0.7% | -2.5% | 0.3%  | -1.8%  | -6.7%  | 2.0%  | 1.8%   | -3.0%  | 5.0%  |
| 2008 | -1.1% | -3.2% | 0.2%  | -5.6%  | -9.9%  | -2.7% | 0.0%   | -5.1%  | 3.2%  |
| 2009 | -5.3% | -7.2% | -3.0% | -11.0% | -15.2% | -5.3% | -4.8%  | -10.8% | -0.7% |
| 2010 | -4.9% | -6.8% | -4.0% | -13.7% | -32.4% | -4.2% | -4.1%  | -9.6%  | 0.0%  |
| 2011 | -3.4% | -5.1% | -0.9% | -8.6%  | -12.6% | -3.5% | -3.3%  | -7.6%  | -0.1% |
| 2012 | -3.0% | -4.9% | 0.1%  | -7.1%  | -10.3% | -3.0% | -4.4%  | -8.3%  | -0.9% |
| 2013 | -2.1% | -4.1% | 0.1%  | -6.5%  | -12.2% | -2.8% | -2.6%  | -5.8%  | -0.7% |

Fuente: elaboración propia en base a datos de EUROSTAT. Datos de Grecia desde 2006 en el grupo NOCORE.

Entre la introducción del euro y la crisis, la zona no-euro mantiene niveles superavitarios o de bajo déficit en relación a los otros grupos, mientras que los países periféricos y centrales del euro siguen con un déficit no superior al 3% en promedio y con una tendencia clara a reducirlo. Comparando los países de la zona euro más detalladamente, entre 2002 y 2005 el grupo CORE lidera el déficit, y entre 2006 y 2007 vemos que en el grupo NOCORE lo hace. Por otro lado, si bien hay menor dispersión entre países, ninguno del CORE logra niveles superavitarios estables: Francia, Alemania y Austria manejan déficit sostenido,

pero no altos. En el grupo NOCORE hay más diferencias entre países: Irlanda y España destacan en superávit en buena parte del periodo, y Grecia y Portugal por su déficit.

Luego de la crisis, los países más afectados explotan sus déficits ante la recesión para rescatar el sector financiero, pero esto sucede en menor medida en los países centrales y no-euro. Para los gobiernos se generan problemas por reducción de sus ingresos fiscales, por el aumento de personas que solicitan seguro de desempleo y por aumento de la demanda de servicios público, tal como la atención a la salud y la educación. Vemos una baja sostenida del déficit público debido a las condiciones impuestas por la Comisión Europea y el BCE en pos de la recuperación de la región, una restricción muy cuestionada por muchos economistas y políticos de Europa y del mundo, y muy diferente a los postulados keynesianos de finanzas funcionales ante recesiones. Observando detenidamente, Francia encabeza el déficit y Alemania destaca por su balance en el grupo CORE; por su parte, en el grupo NOCORE, Italia mantiene el déficit más bajo en este último periodo, y entre Grecia, Irlanda y España comparten déficits de dos cifras. Es impresionante que Irlanda y España, quienes mantuvieron durante varios años superávit en sus balances gubernamentales, se topen con un 32.4% el 2010 y 11% en 2009 de déficit, respectivamente.

Por el lado de la deuda soberana, en promedio se percibe que decayó hasta 2007, antes de la crisis, y luego aumentó en el salvataje, transfiriendo la deuda privada de las empresas al gobierno. En la tabla 3.4 observamos que los países CORE y NOCORE superan predominantemente en deuda sobre el PIB a los países del grupo NOEURO y EFTA en los tres estadísticos expuestos. Comparativamente, ambos grupos de la zona euro manejan déficits similares en promedio hasta 2008; luego, la deuda soberana se expandió en el grupo NOCORE: en 2013 el país menos endeudado soberanamente de tal grupo casi alcanza al más endeudado del grupo CORE, e hizo explícita la desigualdad entre el centro y la periferia, dejando atrás muchos de años de convergencia. También hay heterogeneidad dentro de cada grupo de los países de la zona euro: Bélgica es el país con más deuda soberana del grupo CORE en todos los años expuestos, y hasta 2003 fue el primero de todos los países europeos; Países Bajos es el

menos endeudado de los CORE. En el grupo NOCORE, Irlanda tuvo la mejor situación entre 1998 y 2007; en adelante, es España. Desde 2004 hasta 2013, Grecia toma la primera posición como país deudor en el grupo y todos los países analizados; en el mismo grupo, le sigue Italia, quien siempre tuvo una deuda superior a 100%, y luego Portugal, que en 2011 superó el 100% de deuda pública sobre el PIB.

**Tabla 3.4:** Deuda soberana en porcentaje del PIB, promedio, mínimo y máximo grupal de países.

| AÑO  | CORE |     |      | NOCORE |     |      | NOEURO |     |     | EFTA |     |     |
|------|------|-----|------|--------|-----|------|--------|-----|-----|------|-----|-----|
|      | X    | MIN | MAX  | X      | MIN | MAX  | X      | MIN | MAX | X    | MIN | MAX |
| 1998 | 73%  | 59% | 119% | 73%    | 52% | 111% | 57%    | 44% | 67% | 36%  | 26% | 47% |
| 1999 | 72%  | 58% | 115% | 71%    | 47% | 110% | 53%    | 42% | 61% | 35%  | 27% | 42% |
| 2000 | 69%  | 51% | 109% | 70%    | 36% | 105% | 48%    | 39% | 52% | 34%  | 28% | 40% |
| 2001 | 68%  | 49% | 108% | 69%    | 33% | 105% | 46%    | 36% | 52% | 36%  | 27% | 45% |
| 2002 | 68%  | 48% | 105% | 68%    | 31% | 102% | 45%    | 36% | 50% | 38%  | 34% | 41% |
| 2003 | 69%  | 49% | 101% | 66%    | 30% | 100% | 44%    | 37% | 49% | 41%  | 40% | 42% |
| 2004 | 68%  | 50% | 97%  | 66%    | 28% | 100% | 44%    | 40% | 48% | 38%  | 33% | 44% |
| 2005 | 69%  | 49% | 95%  | 69%    | 26% | 107% | 42%    | 37% | 48% | 33%  | 25% | 42% |
| 2006 | 67%  | 45% | 91%  | 68%    | 24% | 103% | 39%    | 32% | 43% | 41%  | 29% | 53% |
| 2007 | 64%  | 43% | 87%  | 66%    | 24% | 103% | 36%    | 27% | 44% | 39%  | 27% | 50% |
| 2008 | 70%  | 55% | 92%  | 73%    | 39% | 109% | 41%    | 33% | 52% | 58%  | 48% | 67% |
| 2009 | 77%  | 56% | 99%  | 88%    | 53% | 127% | 49%    | 40% | 66% | 63%  | 43% | 83% |
| 2010 | 81%  | 59% | 100% | 101%   | 60% | 146% | 52%    | 37% | 76% | 64%  | 43% | 86% |
| 2011 | 82%  | 61% | 102% | 116%   | 69% | 171% | 55%    | 36% | 82% | 62%  | 28% | 97% |
| 2012 | 84%  | 67% | 104% | 122%   | 84% | 157% | 56%    | 36% | 86% | 61%  | 29% | 93% |
| 2013 | 85%  | 69% | 105% | 129%   | 92% | 175% | 57%    | 39% | 87% | 58%  | 30% | 86% |

Fuente: Elaboración propia con datos de AMECO<sup>29</sup>. No hay datos para Suiza.

<sup>29</sup> Base de datos Macroeconómica Anual de la Dirección General de Asuntos Económicos y Financieros de la Comisión Europea (EC – DG ECFIN).

### iii. Tipo de Cambio

Anteriormente expusimos la apreciación que tuvo el euro desde su introducción. En el Anexo 2 vemos la historia de distintas monedas internacionales, donde todas se devalúan con respecto al euro hasta la crisis y en 2014 vuelve a apreciarse. A priori esto no nos dice mucho: tal vez nos demuestra la especulación de los flujos de capitales sobre los nuevos beneficios producidos por la zona euro gracias a un mayor intercambio e inversión. Nos será más cómodo analizar el Tipo de Cambio Real Efectivo (REER, por sus siglas en inglés) el cual mide el cambio en la competitividad relativa de un país con respecto al rendimiento de 37 economías mundiales<sup>30</sup> internalizando los costos nominales del trabajo y el nivel de precios.

Utilizando este agregado, podemos apreciar mucho mejor la competitividad real de los países europeos en los distintos grupos estudiados. Un aumento en la tasa real significa una apreciación de la producción, reduciendo la competitividad en los mercados internacionales. Mirando la tabla 3.5 notamos la estrepitosa alza en la REER de los países periféricos y NOEURO, aún más fuerte que en los países EFTA. Estos datos están relacionados con los costos nominales del trabajo y la inflación observados anteriormente: el deterioro en la competitividad del sector productivo de los países periféricos, en comparación con el grupo de países centrales, causó un desbalance comercial y corporativo a favor de los últimos dejando en una malísima posición a los países NOCORE ante la crisis mundial.

---

<sup>30</sup> Bélgica, Bulgaria, República Checa, Dinamarca, Alemania, Estonia, Irlanda, Grecia, España, Francia, Croacia, Italia, Chipre, Letonia, Lituania, Luxemburgo, Hungría, Malta, Países Bajos, Austria, Polonia, Portugal, Rumania, Eslovenia, Eslovaquia, Finlandia, Suecia, Reino Unido, Turquía, Noruega, Suiza, Estados Unidos, Japón, Canadá, México, Australia y Nueva Zelanda.

**Tabla 3. 5:** Tipo de cambio real efectivo, promedio entre grupo de países. Base 2010.

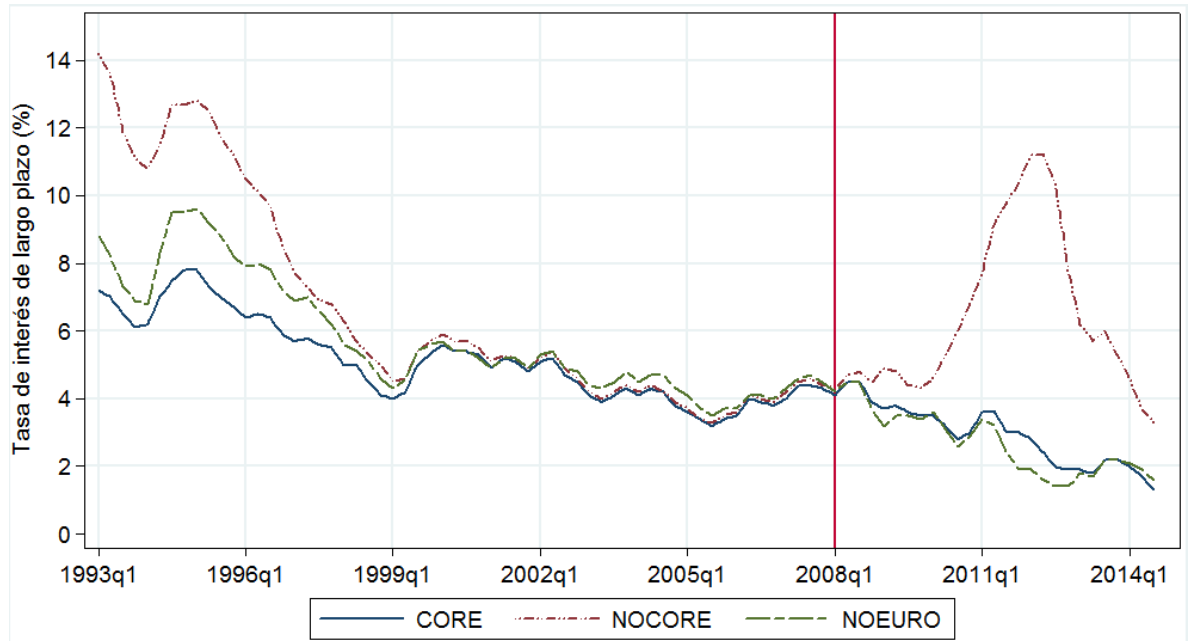
| AÑO  | CORE  | NOCORE | NOEURO | EFTA  |
|------|-------|--------|--------|-------|
| 1996 | 107.2 | 88.4   | 97.6   | 83.3  |
| 1997 | 101.3 | 88.7   | 100.1  | 79.5  |
| 1998 | 100.9 | 87.6   | 100.4  | 79.8  |
| 1999 | 99.0  | 86.9   | 99.9   | 79.4  |
| 2000 | 94.6  | 83.1   | 100.3  | 76.5  |
| 2001 | 94.8  | 84.5   | 99.1   | 80.4  |
| 2002 | 96.2  | 87.8   | 100.8  | 86.5  |
| 2003 | 100.4 | 93.6   | 102.4  | 86.0  |
| 2004 | 100.6 | 96.0   | 105.2  | 83.3  |
| 2005 | 99.4  | 98.3   | 103.9  | 84.9  |
| 2006 | 99.2  | 98.8   | 105.1  | 85.8  |
| 2007 | 99.6  | 101.0  | 108.8  | 87.9  |
| 2008 | 100.9 | 104.7  | 103.8  | 93.3  |
| 2009 | 102.9 | 104.7  | 99.1   | 94.5  |
| 2010 | 100.0 | 100.0  | 100.0  | 100.0 |
| 2011 | 100.7 | 98.8   | 101.2  | 110.7 |
| 2012 | 99.6  | 93.6   | 102.8  | 111.3 |
| 2013 | 102.6 | 94.5   | 104.2  | 112.3 |

Fuente: elaboración propia desde los datos de AMECO.

#### iv. Tasa de interés

La Unión Económica y Monetaria requirió que las tasas de interés entre las nacionales convergiesen, tal como lo expresa la teoría de áreas óptimas monetarias (De Groeve, 2003). Es más, se postula que la UEM crea un área de libre movilidad de factores productivos originando asignaciones eficientes en toda la región de la moneda única. Esta característica propia de la competencia también hace converger los agregados económicos, entre ellos, la tasa de interés. Observamos en la figura 3.1 el movimiento que tuvo la tasa de interés de largo plazo en los distintos grupos de países. Era necesario que las tasas estuviesen bajas en vísperas de la entrada del euro y se mantuvieron demostrando que la teoría económica estaba en lo correcto. Hasta la crisis.

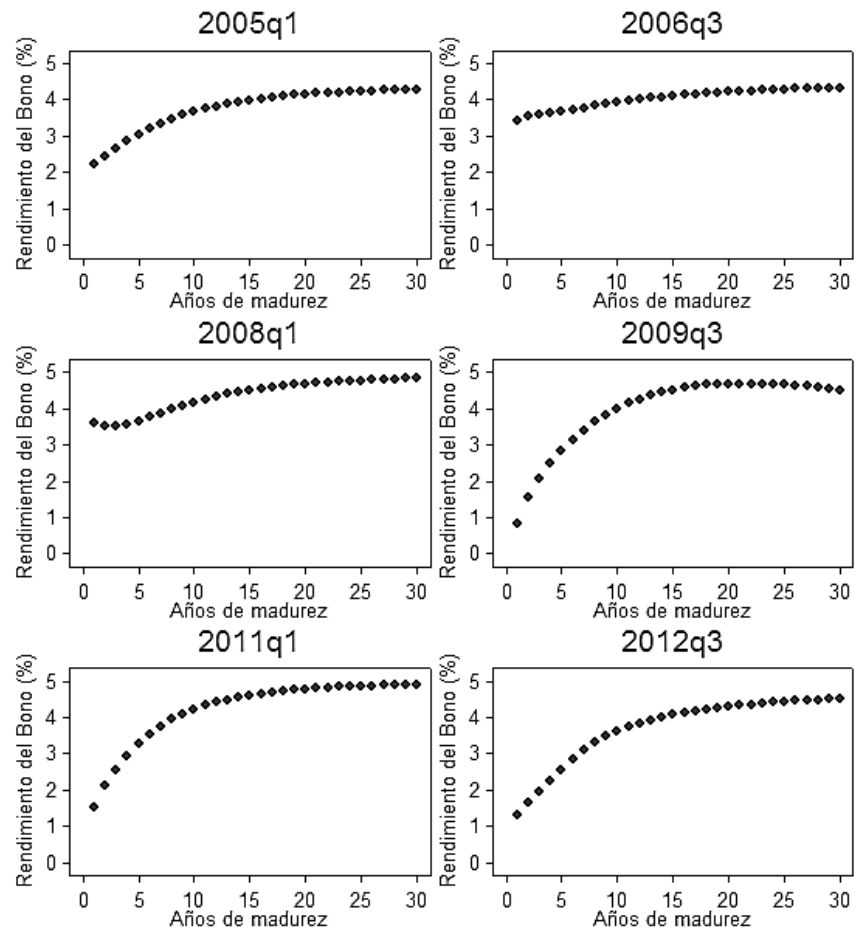
**Figura 3. 1:** Tasa de interés de largo plazo, promedio entre grupo de países.



Fuente: elaboración propia en base a datos de EUROSTAT

Luego del shock, la prima de riesgo de los países periféricos se disparó, mientras el BCE bajó la tasa de política monetaria para motivar la inversión y la liquidez en la recuperación. Esto también lo vemos en la curva de rendimiento del bono cupón cero en euros del SEBC, en los gráficos de la figura 3.2. Notamos que antes de la crisis los gobiernos se financiaban ofreciendo buenas tasas ante las buenas expectativas de crecimiento, por ello vemos una baja sostenida en el déficit del sector gubernamental. Con la crisis, después del último aumento en las tasas por un último empujón inflacionario en 2008, el rendimiento del cupón se desploma a corto plazo, pero ofrece rentabilidad bajo incertidumbre a muchos años. Este comportamiento sirve para estimular más liquidez en la zona euro.

**Figura 3. 2:** Curva de rendimiento de un Bono Cupón Cero en euros.



Fuente: elaboración propia en base a EUROSTAT



## 4. La Crisis desde el modelo Consistente Stock-Flow

---

:+:

He terminado de bosquejar el cuadro que nos permite ver claramente el contexto en que se activó la crisis en la Unión Europea; revivimos su historia, seguimos las políticas de apertura financiera y analizamos el progreso de las economías dadas las imposiciones de los criterios del Tratado de la Unión Europea. Sin embargo, la panacea del libre mercado y su libre circulación de capitales que dio vitalidad a la UE durante casi toda la primera década del siglo XXI cegó el peligro inherente en el sistema capitalista moderno. Las crisis emergen en momentos poco esperados luego de un boom expansionista del producto y de la inversión sobre activos rentables, pero riesgosos, que contagian otros activos e inflan burbujas especulativas. Este comportamiento del capitalismo-financiero es más común de lo que parece mientras existan nuevas e innovadoras oportunidades para enriquecerse dentro del mercado de activos y deuda.

El problema de fondo radica en la escasa capacidad de las autoridades en observar y regular activos peligrosos para el empleo y bienestar. Pero otro problema de raíz política surge cuando se desea juzgar qué tipo de crisis y qué sectores de la economía realmente cayeron en un hoyo recesivo. Este último es muy importante pues desde su identificación se articulan una serie de políticas destinadas a la recuperación económica. Si el problema o vulnerabilidad no es bien identificada se elaboran políticas erróneas, expandiendo la duración de la crisis.

La “Crisis de la Zona Euro”, “La Crisis del Euro”, o la llamada “Crisis de la Deuda Soberana Europea”, es accionada con la crisis financiera Subprime internacional, la cual estalló una larga cadena de burbujas de expectativas tanto en el mundo como en Europa y deformó la arquitectura financiera, estropeando sus canales de capital. El sudden stop mundial debilitó a las economías europeas pero la magnitud de esto fue más grande que lo experimentado en crisis más recientes: la deuda no tuvo oportunidad de pagarse con más deuda, y no volvió la oferta de inversión pues el riesgo de algunos países se disparó y siguió creciendo ante la falta del impulso económico de los años siguientes. Tuvo que pasar varios años de penurias para que los países periféricos estabilizaran sus agregados macroeconómicos (tasa de interés, inflación, tipo de cambio real y disciplina fiscal), pero desgraciadamente, las restricciones impuestas por la Comisión Europea en pos de la integridad de la UEM y el euro retrasaron el crecimiento. La actividad económica de varias naciones demorará más de lo normal en volver a su nivel anterior.

Los efectos de la Primera Crisis de la Zona Euro se pueden observar en los siguientes agregados político–económicos. En primer lugar, como se ve en la tabla 4.1, el PIB real per cápita<sup>31</sup> se estancó o desplomó en todos los países desde 2008, y sólo alguno lograron aumentarlo en los años siguientes. Este es el caso de Alemania, Francia, Austria y Suiza. Por el contrario, hay economías que no han recuperado sus niveles de antes de la crisis o no han podido crecer fácilmente, tal como es el caso del grupo de países NOCORE (los más afectados), Países Bajos, Luxemburgo y Dinamarca.

---

<sup>31</sup> Si bien es el indicador más usado para medir el desarrollo y el crecimiento de un país, no puede medir completamente el bienestar. Éste no toma en cuenta el trabajo no pagado tal como de un hogar, del voluntariado o de la auto–sustentabilidad, no internaliza la contaminación ambiental, los problemas sociales, la actividad ilegal ni los costos internos de cada país.

**Tabla 4. 1: PIB Real per cápita. (Base 100: 2010)**

|           |              | 1995 - 1998 | 1999 - 2002 | 2003 - 2007 | 2008 - 2010 | 2011 - 2013 |
|-----------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| CORE      | Bélgica      | 82.7        | 91.3        | 97.7        | 100.1       | 100.3       |
|           | Alemania     | 84.7        | 91.0        | 94.9        | 99.1        | 103.7       |
|           | Francia      | 86.1        | 94.6        | 99.3        | 100.2       | 101.4       |
|           | Países Bajos | 80.5        | 90.6        | 95.5        | 101.0       | 99.5        |
|           | Austria      | 81.0        | 89.9        | 96.2        | 100.3       | 102.9       |
| NOCORE    | Irlanda      | 79.7        | 94.9        | 108.6       | 103.1       | 102.0       |
|           | Grecia       | 76.7        | 87.1        | 103.8       | 105.2       | 86.5        |
|           | España       | 81.3        | 93.5        | 101.5       | 101.8       | 97.3        |
|           | Italia       | 94.5        | 101.8       | 105.0       | 101.3       | 97.6        |
|           | Portugal     | 84.7        | 95.4        | 98.1        | 99.8        | 96.1        |
| OTRO EURO | Luxemburgo   | -           | 90.5        | 98.2        | 100.4       | 98.4        |
|           | Finlandia    | 74.1        | 87.8        | 99.0        | 101.4       | 100.2       |
| NOEURO    | Dinamarca    | 88.4        | 96.4        | 102.3       | 101.2       | 99.7        |
|           | Suecia       | 74.9        | 85.8        | 96.5        | 98.8        | 101.4       |
|           | Reino Unido  | 81.1        | 90.5        | 101.3       | 101.0       | 101.1       |
| EFTA      | Islandia     | 75.0        | 86.7        | 99.8        | 103.6       | 103.1       |
|           | Noruega      | 85.5        | 93.6        | 100.6       | 101.4       | 100.5       |
|           | Suiza        | 84.3        | 90.2        | 94.7        | 99.8        | 101.7       |

Fuente: elaboración propia en base a EUROSTAT (datos de Luxemburgo disponibles desde 2000, y de Irlanda desde 1998).

Consecuentemente, el desempleo expuesto en la tabla 4.2 se eleva a niveles portentosos en algunos países, entre ellos, los más afectados son el grupo NOCORE completo (con dos cifras de desempleo), Luxemburgo, Dinamarca, Suecia, Reino Unido e Islandia.

**Tabla 4. 2: Tasa de desempleo total (definición OIT)**

|           |              | 1995 – 1998 | 1999 – 2002 | 2003 – 2007 | 2008 – 2010 | 2011 – 2013 |
|-----------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| CORE      | Bélgica      | 9.4%        | 7.4%        | 8.2%        | 7.7%        | 7.7%        |
|           | Alemania     | 9.0%        | 8.2%        | 10.0%       | 7.3%        | 5.5%        |
|           | Francia      | 10.4%       | 8.6%        | 8.6%        | 8.6%        | 9.8%        |
|           | Países Bajos | 5.8%        | 3.1%        | 4.5%        | 3.8%        | 5.5%        |
|           | Austria      | 4.3%        | 3.8%        | 4.7%        | 4.3%        | 4.5%        |
| NOCORE    | Irlanda      | 10.4%       | 4.6%        | 4.5%        | 10.8%       | 14.2%       |
|           | Grecia       | 11.1%       | 11.1%       | 9.5%        | 10.0%       | 23.3%       |
|           | España       | 18.9%       | 11.9%       | 9.7%        | 16.4%       | 24.1%       |
|           | Italia       | 11.2%       | 9.6%        | 7.4%        | 7.6%        | 10.4%       |
|           | Portugal     | 7.4%        | 5.5%        | 8.4%        | 10.5%       | 15.0%       |
| OTRO EURO | Luxemburgo   | 2.8%        | 2.3%        | 4.4%        | 4.9%        | 5.3%        |
|           | Finlandia    | 13.5%       | 9.6%        | 8.2%        | 7.7%        | 7.9%        |
| NOEURO    | Dinamarca    | 5.8%        | 4.7%        | 4.7%        | 5.6%        | 7.4%        |
|           | Suecia       | 9.1%        | 6.0%        | 7.0%        | 7.7%        | 7.9%        |
|           | Reino Unido  | 7.3%        | 5.4%        | 5.0%        | 7.0%        | 7.9%        |
| EFTA      | Islandia     | -           | -           | 2.8%        | 5.9%        | 6.2%        |
|           | Noruega      | 4.2%        | 3.3%        | 3.8%        | 3.1%        | 3.3%        |
|           | Suiza        | 3.7%        | 2.8%        | 4.2%        | 4.1%        | 4.2%        |

Fuente: elaboración propia en base a EUROSTAT y la Oficina Federal de Estadística Suiza. (Datos de Grecia disponibles desde 1998, y de Islandia desde 2003).

La recesión y la quiebra de las empresas no fueron los únicos fenómenos accionados por la crisis internacional. Una tercera tabla 4.3 demuestra que luego de la crisis la desigualdad medida según el índice GINI antes de impuestos y transferencias aumentó en la mayoría de los países europeos: en el contexto del presente estudio, cada país del grupo NOCORE aumentó su desigualdad, superando el 0.5 junto con Alemania, Francia, Austria y Reino Unido. Entre las naciones que lograron mantener el nivel GINI están Bélgica, Países Bajos, Luxemburgo, Finlandia, Suecia y Noruega. Podemos inferir que los más afectados fueron los desempleados de baja calificación, mientras que los más calificados y capitalistas pudieron mantener su actividad económica.

**Tabla 4. 3:** Índice de desigualdad GINI antes de impuestos y transferencias.

|           |              | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|-----------|--------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| CORE      | Bélgica      | ..   | ..   | ..   | ..   | 0.50 | 0.49 | 0.48 | 0.47 | 0.47 | 0.48 | 0.48 | ..   |
|           | Alemania     | 0.47 | ..   | ..   | ..   | 0.50 | ..   | ..   | ..   | 0.49 | 0.49 | 0.49 | 0.51 |
|           | Francia      | 0.49 | ..   | ..   | ..   | ..   | 0.49 | ..   | ..   | 0.48 | 0.49 | 0.51 | 0.51 |
|           | Países Bajos | 0.42 | ..   | ..   | ..   | ..   | 0.43 | 0.42 | 0.43 | 0.42 | 0.42 | 0.42 | ..   |
|           | Austria      | ..   | ..   | ..   | ..   | 0.46 | 0.47 | 0.48 | 0.48 | 0.47 | 0.49 | 0.48 | 0.50 |
| NOCORE    | Irlanda      | ..   | ..   | ..   | ..   | 0.51 | 0.51 | 0.51 | 0.51 | 0.54 | 0.58 | 0.58 | 0.57 |
|           | Grecia       | ..   | ..   | ..   | ..   | 0.47 | 0.48 | 0.51 | 0.51 | 0.51 | 0.51 | 0.53 | 0.56 |
|           | España       | ..   | ..   | ..   | ..   | 0.46 | 0.46 | 0.45 | 0.44 | 0.46 | 0.49 | 0.51 | 0.52 |
|           | Italia       | 0.48 | ..   | ..   | ..   | 0.51 | ..   | ..   | ..   | 0.49 | 0.50 | 0.51 | 0.50 |
|           | Portugal     | ..   | ..   | ..   | ..   | 0.50 | 0.50 | 0.53 | 0.52 | 0.53 | 0.52 | 0.52 | 0.54 |
| OTRO EURO | Luxemburgo   | ..   | ..   | ..   | ..   | 0.46 | 0.47 | 0.46 | 0.46 | 0.49 | 0.48 | 0.47 | 0.48 |
|           | Finlandia    | 0.48 | 0.48 | 0.48 | 0.48 | 0.48 | 0.48 | 0.48 | 0.47 | 0.47 | 0.48 | 0.48 | 0.48 |
| NOEURO    | Dinamarca    | 0.42 | ..   | ..   | ..   | ..   | 0.42 | 0.41 | 0.41 | 0.41 | 0.41 | 0.43 | 0.43 |
|           | Suecia       | 0.45 | ..   | ..   | ..   | 0.43 | ..   | ..   | ..   | 0.43 | 0.44 | 0.44 | 0.43 |
|           | Reino Unido  | 0.51 | 0.50 | 0.50 | 0.50 | 0.50 | 0.50 | 0.50 | 0.50 | 0.51 | 0.52 | 0.52 | 0.53 |
| EFTA      | Islandia     | ..   | ..   | ..   | ..   | 0.37 | 0.38 | 0.39 | 0.38 | 0.39 | 0.38 | 0.40 | 0.41 |
|           | Noruega      | 0.43 | ..   | ..   | ..   | 0.45 | ..   | ..   | ..   | 0.41 | 0.42 | 0.42 | 0.42 |
|           | Suiza        | ..   | ..   | ..   | ..   | ..   | ..   | ..   | ..   | ..   | 0.37 | ..   | 0.37 |

Fuente: elaboración propia en base a la base de datos de OECD.StatExtracts.

El primer análisis heurístico deja a la vista las devastadoras consecuencias de la crisis, pero el fenómeno se agudizó y extendió más de la cuenta en los países NOCORE o periféricos. Hay distintas interpretaciones de las causas y duración de la crisis de los países periféricos del euro, cada una con su específico pensamiento económico detrás.

#### i. Interpretaciones

La “Crisis de la Deuda Europea”, llamada y adoptada convencionalmente por la UE y el Fondo Monetario Internacional (arraigada desde el pensamiento neoclásico), fue profundizada por un gasto fiscal excesivo de los Estados de Bienestar en los países periféricos, lo que hizo aumentar los pasivos públicos. La recesión se alargó por la mala impresión detrás de una excesiva deuda soberana, por lo que los países adquieren una mala calificación internacional, una pésima prima de riesgo y, aún peor, flujos de capital; lo cual sin duda contrae la inversión.

En este sentido, la crisis proviene de la indisciplina de fiscal y el poco compromiso con el Pacto de Estabilidad y Crecimiento de la zona euro ya analizado (Wyplosz 2010). Las políticas de recuperación apuntan a la austeridad del gasto público y al aumento de la competitividad o empobrecimiento de los salarios nominales.

Sin embargo este modo de ver la economía es bastante simplista teniendo en cuenta la complejidad del sistema económico, cual se expande cada día. No están involucradas las instituciones que lo rigen, no analiza otros sectores de la economía que pueden ser la raíz del problema y la deuda, ni mucho menos pone en juicio la calidad de los criterios de convergencia establecidos por la Unión.

Hay otro punto de vista ofrecido por la Teoría Económica Heterodoxa Post-Keynesiana caracterizada por la comprensión del tiempo en la dinámica histórica, el funcionamiento y regulaciones de las instituciones subyacentes, la incertidumbre sobre el mundo y el futuro, o sea, información imperfecta, la racionalidad procesal o razonable (no hay expectativas racionales), la inclusión del sector financiero como base de las inversiones, la endogeneidad y no neutralidad del dinero, entre otras<sup>32</sup>. Para este enfoque, la crisis financiera internacional atacó todo el interconectado capitalista-financiero, pero la duración de la recesión se debe a las bajas expectativas de los inversionistas sobre crecimiento, la cual se refuerza con la política cambiaria inerte y la restricción del gasto de gobierno. La imposibilidad de devaluar la moneda y los límites de las finanzas públicas, los cuales van contra el sustento de los beneficios económicos, son debido a la unión monetaria y a los pactos internacionales políticos e interbancarios. Las condiciones económicas y políticas que algunos bancos internacionales ligados a instituciones multilaterales imponen a los países son comunes en algunos contratos de deuda, pero la unión monetaria y sus acuerdos como institución gobernada por un grupo de

---

<sup>32</sup> Algo de literatura que describe la historia del pensamiento Post Keynesiano y su comparación con el pensamiento neoclásico está presente en Kaldor (1934), Keynes (1936, cap. 2), Davidson (1972), Eichner y Kregel (1975), Kregel (1976), Eichner (1979), Nell (1984), King (2002), Pasinetti (2007). Actualmente existen libros especializados en teoría macroeconómica postkeynesiana, tal como Harcourt (2006), Palley (1996), Hein y Stockhammer (2011), Lavoie (2009, 2014).

países son elementos nuevos que se deben incorporar al análisis de la crisis de la zona euro y configuran un escenario con otras reglas institucionales, económicas y monetarias que configuran los resultados. En este caso, vemos a ciertos países de la zona euro que superaron la crisis rápidamente, y otros que esperaron bastante tiempo para recuperarse (Pérez *et al*, 2012).

Entonces, ¿qué diferencias presentan los países periféricos de los centrales? ¿Por qué los últimos lograron recuperarse más rápido que los primeros? ¿Volverá a suceder con otra crisis internacional? De todas las explicaciones, la mía se basará en los postulados de la economía heterodoxa post keynesiana, que apuntan a la fragilidad del sistema capitalista financiero<sup>33</sup> utilizando como base el modelo de Consistencia Stock-Flow para demostrar que la crisis se posa en el desbalance competitivo y externo, y en el libertinaje financiero.

## ii. Modelo SFC

El modelo de Consistencia Stock-Flow (SFC) es una metodología de las ciencias económica que describe el movimiento de las transacciones en dinero y del capital financiero de un país entre todos los sectores institucionales en una Economía Monetaria de Producción<sup>34</sup>, como los hogares, las empresas, los bancos, el estado y el sector externo. Explora continua y rigurosamente el funcionamiento del sistema real de la economía en su totalidad, mediante Matrices de Transacciones, que describen todas las transacciones intersectoriales. Además, se detalla una Hoja de Balance entrelazada a cada sector económico la cual mide los valores en cada lapso descrito, enlazando cada período con el que le sigue, lo cual representa un resumen histórico de la economía.

Para ello se generan una serie de ecuaciones e identidades lógicas obtenidas de parámetros de comportamiento económico, usando los valores iniciales y luego los flujos, que

---

<sup>33</sup> La teoría de fragilidad financiera post-keynesiana se puede encontrar en Minsky 1982 y 1992.

<sup>34</sup> Toda la metodología está explicada detalladamente en Godley y Lavoie, 2007.

pueden ser representados en ratios, particularmente, en porcentaje del PIB, con el fin de deducir los cambios y evolución de la actividad económica. Lo interesante de este enfoque es su consistencia contable y su baja “presión” deductiva, dejando dispensable las condiciones de equilibrio *ex ante* o el conocimiento teórico específico, tal como la modelación matemática de funciones de consumo o inversión, que nos alejan de esquemas y supuestos sofisticados.

Complementariamente, se utiliza simulaciones numéricas como cambios en supuestos o en variables exógenas *dadas* que evalúen ciertas cuentas con el objetivo de encontrar un estado estacionario para la economía. Este estado estacionario, para la metodología, sólo es un resultado teórico de las consecuencias por los cambios arbitrarios sobre los parámetros, y no lo que se suele definir en la economía *mainstream*. En realidad, las simulaciones entregan simples resultados que funcionan como una poderosa herramienta analítica de varias alternativas posibles ya que sabemos que en la práctica los parámetros y las variables cambian en el tiempo.

Entre la década de los setenta y ochenta se comenzó a explorar el modelo gracias a la motivación de grupos pequeños de investigadores, uno de ellos los liderados por el post-keynesiano Wynne Godley desde el Department of Applied Economics en Cambridge, Reino Unido<sup>35</sup>, para generar una estructura de contabilidad financiera coherente de valores y flujos (stocks and flows) con las características propias de la teoría Post-Keynesiana (Godley y Cripps, 1983). Simultáneamente, en Yale University, James Tobin desarrolló un esquema Stock-Flow basado en la economía ortodoxa neo-clásica donde no se contemplaba el sector financiero-bancario y primó el equilibrio general (Tobin, 1982). Si bien el marco teórico de ambas corrientes es distinto, hay algunas características en común que sustentan la modelación SFC en ambos enfoques, entre ellas está:

---

<sup>35</sup> Este grupo de Cambridge es también conocido como *Cambridge Economic Policy Group* (CEPG).



1. *El seguimiento de valores y su precisión con respecto al tiempo.* Se establecen dinámicas intrínsecas que restringen y evolucione el sistema en el tiempo (especialmente en los valores y flujos).
2. *Varios activos y tasas de retorno.* Se rechaza la definición del modelo IS/LM donde sólo existe la tasa de retorno de los bonos y el dinero como único activo.
3. *Modelamiento de operaciones financieras y de política monetaria.* Los activos que ofrecen estas instituciones serán descritas precisamente, especialmente el funcionamiento y reglas del sistema bancario y financiero.
4. *La restricción de presupuesto y la restricción de la suma.* Es un requisito de consistencia ampliamente sistémico con característica hermética, donde los flujos de transacciones de un sector dependen otro, y la suma es cero.<sup>36</sup>

Ahora que estamos más familiarizados con el trasfondo del modelo, es el momento de entrar en la metodología del modelo SFC. Utilizaremos matrices que representen valores y flujos para analizar la macroeconomía las cuales deberán satisfacer y *compatibilizar* las restricciones económicas de los agentes y de la economía como un todo. Si bien cada agente tiene su propia configuración de entrada y salida, existirán celdas donde se interceptan los flujos. Comúnmente, la modelización SFC parte desde la especificación de las *Transacciones* (tal como, consumo, exportaciones, ver tabla 4.4), luego con los *Flujos de Fondos* (variación en préstamos, bonos, ver tabla 4.5), y termina con las *Hojas de Balance* (capital, patrimonio, ver tabla 4.6) para un conjunto determinado de sectores económicos (hogares, bancos, sector externo). Una vez determinada la consistencia, este enfoque extrae suposiciones de comportamiento sobre los agentes y los parámetros que permiten la especificación de un modelo.

---

<sup>36</sup> Citando a Godley y Cripps, 1983, 'el hecho de que los valores y los flujos de dinero satisfagan identidades contables en los presupuestos individuales y en una economía como un todo, prevé una ley fundamental de la macroeconomía análogo al Principio de Conservación de la Energía de la física'.

A continuación se presentan en un formato simplificado las matrices fundamentales del modelo SFC<sup>37</sup>:

**Tabla 4. 4:** Matriz de Transacción (+recibo y -pago)

|                | HOGARES          | EMPRESAS CORRIENTES | EMPRESAS CAPITAL  | GOBIERNO        | BANCOS | SECTOR EXTERNO   | $\Sigma$ |
|----------------|------------------|---------------------|-------------------|-----------------|--------|------------------|----------|
| CONSUMO        | -C               | +C                  |                   |                 |        |                  | 0        |
| INVERSIÓN      |                  | +I                  | -I                |                 |        |                  | 0        |
| GASTO GOBIERNO |                  | +G                  |                   | -G              |        |                  | 0        |
| EXPORTACIONES  |                  | +X                  |                   |                 |        | -X               | 0        |
| IMPORTACIONES  |                  | -I                  |                   |                 |        | +I               | 0        |
| PIB            |                  | (Y)                 |                   |                 |        |                  | 0        |
| SALARIO        | +WB              | -WB                 |                   |                 |        |                  | 0        |
| BENEFICIOS     | +FD <sub>f</sub> | -F <sub>f</sub>     | +FU <sub>f</sub>  |                 |        |                  | 0        |
| IMPUESTOS      | -T               |                     |                   | +T              |        |                  | 0        |
| $\Sigma$       | AHORRO PRIVADO   | 0                   | INVERSIÓN PRIVADA | DEFICIT PUBLICO |        | CUENTA CORRIENTE |          |

**Tabla 4. 5:** Matriz de Flujo (+fuente y -uso)

|                    | HOGARES               | EMPRESAS CORRIENTES | EMPRESAS CAPITAL      | GOBIERNO    | BANCOS        | $\Sigma$ |
|--------------------|-----------------------|---------------------|-----------------------|-------------|---------------|----------|
| $\Delta$ PRESTAMOS |                       | $+\Delta L_h$       | $+\Delta L_f$         |             | $-\Delta L$   | 0        |
| $\Delta$ EFFECTIVO | $-\Delta H_h$         |                     |                       | $\Delta H$  | $-\Delta H_b$ | 0        |
| $\Delta$ DEPÓSITOS | $-\Delta M$           |                     |                       |             | $+\Delta M$   | 0        |
| $\Delta$ BONOS     | $-\Delta B_h$         |                     |                       | $+\Delta B$ | $-\Delta B_b$ | 0        |
| $\Delta$ ACCIONES  | $-\Delta e \cdot p_e$ |                     | $+\Delta e \cdot p_e$ |             |               | 0        |

**Tabla 4. 6:** Matriz de Balance (+activos y -pasivos)

|                  | HOGARES        | EMPRESAS         | GOBIERNO | BANCOS          | $\Sigma$ |
|------------------|----------------|------------------|----------|-----------------|----------|
| PRESTAMOS        | $+L_h$         | $+L_f$           |          | $+L$            | 0        |
| EFFECTIVO        | $+H_h$         |                  | $-H$     | $+H_b$          | 0        |
| DEPÓSITOS        | $+M$           |                  |          | $-M$            | 0        |
| BONOS            | $+B_h$         |                  | $-B$     | $+B_b$          | 0        |
| ACCIONES         | $+e \cdot p_e$ | $-e_f \cdot p_e$ |          | $e_b \cdot p_e$ | 0        |
| CAPITAL TANGIBLE | $+K_h$         | $+K_f$           |          |                 | $+K$     |
| PATRIMONIO NETO  | $NW_h$         | $NW_f$           | $NW_g$   | $NW_b$          | <b>K</b> |

<sup>37</sup> En el Anexo 3 se encuentra la notación de todas las variables.

### iii. Desbalances sectoriales: hechos estilizados

Con la ayuda de la interpretación de la Matriz de Transacciones y la Matriz de Balance, utilizaré los datos publicados por el Banco Central Europeo y EUROSTAT para descubrir la magnitud del ahorro y de déficit que experimentaron las economías europeas en cada año y el balance de activos y pasivos, respectivamente. Utilizando el Sistema de Contabilidad Europea (ESA1995, ESA2010)<sup>38</sup> sobre las Cuentas de Sectores Institucionales, podemos calcular el valor neto de las Transacciones No-Financieras, específicamente del ítem B.9, donde se observa el ahorro-déficit neto o necesidad-capacidad de financiamiento de los hogares, gobierno, etc. En este ítem, la suma de las transacciones económicas entre sectores es cero, dado el requisito de suma cero y el hecho que la riqueza de cada país se reparte entre los agentes nacionales e internacionales.

Los primeros resultados derivados de la matriz de transacción, incluyen el ahorro y déficit o necesidad de financiamiento de los sectores, comparando 15 países de la UE. Los datos están en porcentaje del PIB y los sectores utilizados son los hogares (**HOUSE**), el gobierno (**GOB**), las empresas no financieras (**NO FIN**), las empresas financieras (**FIN**) y el resto del mundo (**WORLD**). En este primer análisis incluiremos 15 países. Tal conjunto lo dividiremos en 3 grupos: el grupo **CORE** o del centro compuesto por los países de la zona euro menos afectados por la crisis, Alemania, Francia, Países Bajos, Austria y Bélgica; el grupo **NOCORE** o periférico compuesto por los países de la zona euro más afectados por la crisis, o sea, España, Italia, Grecia, Irlanda y Portugal; y por último, se forma un grupo de algunos países importantes que si bien están en la UE, no utilizan el euro como moneda oficial, el grupo **NOEURO**, al cual pertenece el Reino Unido, Dinamarca, Suecia, Polonia y Hungría. Utilizo además como control el grupo **EFTA**, compuesto por Noruega, Suiza e Islandia, países de la Asociación Europea de Libre Comercio.

---

<sup>38</sup> ESA: European System of Accounts. No se utilizará el ESA2010 en algunas tablas por la insuficiencia de datos de algunos países, a pesar de ser la metodología de contabilidad que se debe usar actualmente en los países de la UE. Sin embargo, en un experimento del mismo EUROSTAT se demuestra que sólo hay una diferencia mínima entre métodos y que esta no afecta las tasas de variación de los datos.

**Tabla 4. 7:** Ahorro (+) o déficit (-) de los sectores institucionales en el grupo UE y NOEURO, como porcentaje del PIB grupal entre 2002-2012.

| AÑO  | UE     |       |       |       |       | NOEURO |       |       |       |       |
|------|--------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|
|      | NO FIN | FIN   | GOB   | HOUSE | WORLD | NO FIN | FIN   | GOB   | HOUSE | WORLD |
| 2002 | -0.1%  | 0.6%  | -2.8% | 2.5%  | -0.3% | 1.3%   | 0.4%  | -2.3% | -0.4% | 1.0%  |
| 2003 | 0.3%   | 1.0%  | -3.3% | 2.2%  | -0.2% | 2.5%   | 1.4%  | -3.3% | -1.0% | 0.4%  |
| 2004 | 0.6%   | 1.1%  | -3.0% | 1.9%  | -0.7% | 2.2%   | 1.6%  | -2.9% | -1.9% | 1.0%  |
| 2005 | 0.0%   | 1.2%  | -2.6% | 1.6%  | -0.3% | 2.4%   | 1.8%  | -2.4% | -2.2% | 0.5%  |
| 2006 | -0.5%  | 1.12% | -1.6% | 1.1%  | -0.1% | 2.0%   | 1.1%  | -2.0% | -2.6% | 1.4%  |
| 2007 | -1.1%  | 1.5%  | -1.0% | 0.8%  | -0.1% | 1.0%   | 2.9%  | -1.6% | -3.3% | 1.1%  |
| 2008 | -1.5%  | 2.0%  | -2.6% | 1.6%  | 0.5%  | 1.2%   | 4.4%  | -3.3% | -2.3% | 0.1%  |
| 2009 | 1.4%   | 1.6%  | -6.9% | 3.9%  | -0.1% | 3.4%   | 3.3%  | -8.6% | 2.0%  | -0.2% |
| 2010 | 1.9%   | 1.7%  | -6.6% | 3.1%  | -0.2% | 3.9%   | 1.8%  | -7.6% | 1.5%  | 0.4%  |
| 2011 | 0.8%   | 1.6%  | -4.5% | 2.5%  | -0.4% | 3.4%   | 2.0%  | -5.6% | 0.5%  | -0.3% |
| 2012 | 1.1%   | 1.3%  | -4.0% | 2.7%  | -1.2% | 2.9%   | -0.6% | -4.9% | 1.6%  | 0.9%  |

Fuente: elaboración propia con datos de EUROSTAT.

**Tabla 4. 8:** Ahorro (+) o déficit (-) de los sectores institucionales en el grupo CORE y NO CORE como porcentaje del PIB entre 2002-2012.

| AÑO  | CORE   |      |       |       |       | NOCORE |      |       |       |       |
|------|--------|------|-------|-------|-------|--------|------|-------|-------|-------|
|      | NO FIN | FIN  | GOB   | HOUSE | WORLD | NO FIN | FIN  | GOB   | HOUSE | WORLD |
| 2002 | 0.4%   | 0.6% | -3.1% | 4.5%  | -2.3% | -2.2%  | 0.9% | -2.5% | 1.5%  | 2.0%  |
| 2003 | 0.3%   | 0.7% | -3.7% | 4.6%  | -1.9% | -1.8%  | 1.2% | -2.8% | 0.9%  | 2.1%  |
| 2004 | 1.1%   | 1.1% | -3.3% | 4.5%  | -3.4% | -1.8%  | 0.8% | -2.6% | 0.8%  | 2.5%  |
| 2005 | 0.4%   | 1.1% | -2.8% | 4.3%  | -3.1% | -2.9%  | 0.9% | -2.4% | 0.6%  | 3.7%  |
| 2006 | 0.1%   | 1.3% | -1.6% | 4.0%  | -3.8% | -3.9%  | 0.8% | -1.4% | -0.3% | 4.8%  |
| 2007 | 0.5%   | 0.6% | -0.9% | 3.9%  | -4.2% | -5.6%  | 1.5% | -0.7% | -0.5% | 5.4%  |
| 2008 | -0.8%  | 0.9% | -1.2% | 3.9%  | -2.8% | -4.9%  | 1.9% | -4.1% | 1.1%  | 6.2%  |
| 2009 | 1.5%   | 0.9% | -5.1% | 5.1%  | -2.5% | -0.4%  | 1.3% | -8.6% | 3.4%  | 3.9%  |
| 2010 | 2.2%   | 1.5% | -5.3% | 4.6%  | -3.0% | -0.2%  | 2.1% | -8.0% | 1.8%  | 4.0%  |
| 2011 | 0.3%   | 1.3% | -3.0% | 4.0%  | -2.7% | -0.4%  | 2.0% | -6.4% | 1.5%  | 3.4%  |
| 2012 | 0.4%   | 1.1% | -2.4% | 4.1%  | -3.2% | 0.5%   | 3.4% | -6.0% | 1.3%  | 0.3%  |

Fuente: elaboración propia con datos de EUROSTAT.

Las tablas 4.7 y 4.8 nos otorgan mucha información valiosa que más adelante serán detalladas. En primer lugar, el sector corporativo no-financiero es deficitario en los países periféricos durante casi todo el periodo; en segundo lugar, teniendo en cuenta que un valor positivo en el sector WORLD significa déficit en la cuenta corriente, el sector externo es persistentemente opuesto entre el grupo CORE y NOCORE; y finalmente, el ahorro de los hogares del grupo CORE es muy potente comparado con el grupo NOCORE. Y de forma complementaria apreciamos que el sector financiero nunca es deficitario (¡siquiera después de la crisis!), mientras que en el sector público domina el déficit<sup>39</sup>. Si bien las últimas son interesantes de analizar, sólo bucearé en los primeros tres hechos, antes de entrar a la cuenta financiera.

El análisis que quiero profundizar será posible con la descomposición de la capacidad/necesidad de financiamiento (o, técnicamente, Adquisición de Activos No-Financieros) del sector observado y por países. *Grosso modo*, esta se compone de la siguiente forma<sup>40</sup>:

$$(1) \text{ Adquisición de Activos No-Financieros [B.9] = Ahorro bruto [B.8g] + Transferencias netas [D.9] - Inversión en capital fijo [P.51]}$$

La ecuación (1) es válida para todos los sectores, excepto el WORLD donde:

$$(2) \text{ Superávit/déficit de balanza comercial [B.12] = Exportaciones [P.6] - Importaciones [P.7]}$$

En la tabla 4.9 analizamos el sector NOFIN en los países NOCORE, los cuales demostraron en promedio, un déficit sostenido. Pero no todos los países demostraron ser deficitarios: si bien la crisis alteró la tendencia, Irlanda y Grecia mantienen ahorro desde la introducción del euro hasta después de la crisis en el sector no-financiero. En España, Italia y

---

<sup>39</sup> Tal vez ambas características son elementales para el sistema capitalista-financiero.

<sup>40</sup> En los corchetes está el código del ítem según la metodología ESA1995 y ESA2010 de cuentas nacionales europeas, en la cuenta no-financiera.

Portugal persiste el déficit durante casi todo el periodo. Esto nos advierte de algo: cada país de la periferia tiene características propias que agudizaron y extendieron la crisis. Desde ya debemos aclarar que la crisis de las naciones europeas tienen distinto origen de fragilidad, ya sea por un déficit sostenido en el sector no financiero, o gubernamental o externo; o tal vez poseen un balance financiero predominante en pasivos, como veremos más adelante. Por ahora, Irlanda y Grecia no demuestran fragilidad financiera por el lado no-financiero; España, Italia y Portugal sí.

**Tabla 4. 9:** Descomposición de la necesidad de financiamiento en el sector NOFIN del grupo NOCORE en porcentaje del PIB entre 2002-2012.

|          |                     | 2002  | 2003  | 2004  | 2005  | 2006  | 2007   | 2008  | 2009  | 2010  | 2011  | 2012  |
|----------|---------------------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Irlanda  | AHORRO BRUTO        | 8.9%  | 9.6%  | 9.1%  | 9.0%  | 10.3% | 8.0%   | 4.6%  | 5.5%  | 10.2% | 10.4% | 11.1% |
|          | TRANSF. NETAS       | -0.2% | -0.3% | -0.3% | -0.3% | -0.6% | -0.7%  | -0.4% | -0.1% | 0.1%  | 0.0%  | 0.1%  |
|          | INV. CAPITAL FIJO   | 7.9%  | 7.8%  | 8.2%  | 8.9%  | 8.2%  | 8.0%   | 6.7%  | 6.6%  | 4.6%  | 4.7%  | 5.4%  |
|          | NEC. O CAP. FINANC. | 0.0%  | 0.3%  | 0.1%  | -0.7% | 0.5%  | -1.4%  | -2.1% | -1.1% | 5.4%  | 4.9%  | 4.1%  |
| Grecia   | AHORRO BRUTO        | 9.4%  | 11.9% | 12.7% | 8.2%  | 8.5%  | 5.6%   | 8.4%  | 10.9% | 11.6% | 12.5% | 13.9% |
|          | TRANSF. NETAS       | 0.7%  | 0.7%  | 1.3%  | 0.7%  | 0.7%  | 0.9%   | 1.0%  | 1.1%  | 0.7%  | 1.2%  | 0.9%  |
|          | INV. CAPITAL FIJO   | 7.5%  | 7.7%  | 7.8%  | 6.1%  | 6.3%  | 7.6%   | 7.6%  | 7.4%  | 7.3%  | 6.4%  | 5.8%  |
|          | NEC. O CAP. FINANC. | 3.0%  | 4.2%  | 6.0%  | 2.4%  | 1.6%  | -1.1%  | 1.1%  | 5.6%  | 5.1%  | 6.5%  | 8.5%  |
| España   | AHORRO BRUTO        | 9.7%  | 9.9%  | 9.4%  | 8.3%  | 7.1%  | 5.5%   | 7.0%  | 9.8%  | 11.8% | 11.8% | 12.6% |
|          | TRANSF. NETAS       | 1.2%  | 1.3%  | 1.4%  | 0.9%  | 1.0%  | 1.0%   | 1.1%  | 1.2%  | 1.1%  | 1.1%  | 0.9%  |
|          | INV. CAPITAL FIJO   | 14.4% | 14.6% | 15.0% | 15.8% | 16.4% | 16.7%  | 15.4% | 11.6% | 11.6% | 11.9% | 11.9% |
|          | NEC. O CAP. FINANC. | -3.8% | -3.7% | -4.4% | -6.9% | -8.8% | -10.8% | -7.7% | -0.9% | 0.7%  | 0.3%  | 1.1%  |
| Italia   | AHORRO BRUTO        | 5.5%  | 5.8%  | 5.7%  | 5.2%  | 4.7%  | 3.7%   | 4.8%  | 6.7%  | 8.0%  | 7.8%  | 8.3%  |
|          | TRANSF. NETAS       | 0.7%  | 0.7%  | 0.9%  | 0.5%  | 0.6%  | 0.6%   | 0.8%  | 0.8%  | 0.7%  | 0.7%  | 0.6%  |
|          | INV. CAPITAL FIJO   | 8.1%  | 8.5%  | 9.1%  | 10.0% | 10.8% | 11.3%  | 10.6% | 8.0%  | 7.8%  | 7.9%  | 7.8%  |
|          | NEC. O CAP. FINANC. | -2.0% | -1.5% | -1.2% | -1.1% | -2.0% | -3.4%  | -4.1% | -0.3% | -1.5% | -1.9% | -0.8% |
| Portugal | AHORRO BRUTO        | 5.9%  | 6.6%  | 6.1%  | 4.2%  | 3.7%  | 3.2%   | 1.6%  | 2.9%  | 3.3%  | 2.5%  | 2.8%  |
|          | TRANSF. NETAS       | -0.1% | 0.4%  | 0.4%  | 0.7%  | 0.5%  | 0.4%   | 0.5%  | 0.5%  | -0.5% | 0.5%  | 0.6%  |
|          | INV. CAPITAL FIJO   | 8.4%  | 9.0%  | 8.5%  | 7.6%  | 7.0%  | 7.0%   | 6.3%  | 6.6%  | 5.3%  | 5.1%  | 4.4%  |
|          | NEC. O CAP. FINANC. | -3.5% | -2.7% | -3.1% | -3.5% | -3.9% | -4.5%  | -5.4% | -3.7% | -3.4% | -2.6% | -1.7% |

Fuente: elaboración propia en base a datos de cuentas nacionales de EUROSTAT.

El próximo ejercicio examinará el estado del sector WORLD de cada país del grupo NOCORE. Para ello, descomponemos la cuenta en importaciones y exportaciones en la tabla 4.10 donde destaca la poderosa carga de ambas cuentas en porcentaje del PIB de Irlanda, entre 70% y 110% aproximadamente, lo que refleja que la actividad económica del país está fuertemente correlacionada con las relaciones comerciales de la UE. Sin embargo, Irlanda tiene una cuenta corriente superavitaria en todos los años, la cual después de la crisis disminuye, pero luego se refuerza. Por otro lado, Italia se mantiene balanceada en los once años expuestos; España y Portugal poseen un déficit sostenido que logra ser aliviado al final del periodo estudiado; pero Grecia tiene una cuenta corriente muy deteriorada por el un gasto en importaciones de aproximadamente un tercio del PIB, que es progresivamente disminuido, no por la baja de las importaciones, sino por el impulso en sus exportaciones.

**Tabla 4. 10:** Descomposición del Balance exterior del sector WORLD en el grupo NOCORE y CORE en porcentaje del PIB entre 2002-2012.

|          |     | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
|----------|-----|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Irlanda  | EXP | 94%  | 83%  | 83%  | 81%  | 79%  | 80%  | 83%  | 90%  | 100% | 103% | 108% |
|          | IMP | 77%  | 67%  | 69%  | 70%  | 70%  | 71%  | 74%  | 74%  | 81%  | 81%  | 84%  |
|          | CC  | 17%  | 16%  | 15%  | 12%  | 10%  | 9%   | 9%   | 16%  | 19%  | 22%  | 24%  |
| Grecia   | EXP | 21%  | 20%  | 22%  | 23%  | 23%  | 24%  | 24%  | 19%  | 22%  | 25%  | 27%  |
|          | IMP | 35%  | 32%  | 32%  | 32%  | 35%  | 38%  | 39%  | 31%  | 32%  | 33%  | 32%  |
|          | CC  | -14% | -12% | -10% | -9%  | -11% | -14% | -14% | -11% | -9%  | -8%  | -5%  |
| España   | EXP | 27%  | 26%  | 26%  | 26%  | 26%  | 27%  | 26%  | 24%  | 27%  | 31%  | 33%  |
|          | IMP | 29%  | 29%  | 30%  | 31%  | 33%  | 34%  | 32%  | 26%  | 30%  | 32%  | 32%  |
|          | CC  | -2%  | -2%  | -4%  | -5%  | -6%  | -7%  | -6%  | -2%  | -2%  | -1%  | 1%   |
| Italia   | EXP | 25%  | 24%  | 25%  | 26%  | 28%  | 29%  | 28%  | 24%  | 27%  | 29%  | 30%  |
|          | IMP | 25%  | 24%  | 24%  | 26%  | 28%  | 29%  | 29%  | 24%  | 29%  | 30%  | 29%  |
|          | CC  | 1%   | 1%   | 1%   | 0%   | -1%  | 0%   | -1%  | -1%  | -2%  | -1%  | 1%   |
| Portugal | EXP | 19%  | 21%  | 21%  | 17%  | 18%  | 18%  | 15%  | 15%  | 15%  | 16%  | 17%  |
|          | IMP | 24%  | 26%  | 27%  | 23%  | 23%  | 22%  | 20%  | 19%  | 19%  | 18%  | 17%  |
|          | CC  | -6%  | -5%  | -6%  | -6%  | -5%  | -4%  | -5%  | -4%  | -4%  | -2%  | 0%   |

Fuente: elaboración propia en base a datos de EUROSTAT.

Como destacué anteriormente, cada país demuestra desbalances distinto según el sector, y ahora nos damos cuenta que, por ejemplo, España, Portugal y Grecia poseen flaquezas con el sector externo, las cual amargaron la recuperación después de la crisis. Terminamos esta ronda con el despliegue del ahorro acumulado de los países CORE en su sector HOUSE, usando el ESA2010. Para este caso descompondremos el ahorro bruto, tal como se define a continuación:

- Ahorro Bruto [B.8g] = Valor Añadido Bruto HOUSE [B.1] + Salarios Netos<sup>41</sup> [B.1] - Impuestos a la Producción [D.29] + Subsidios a la Producción [D.39] + Ingresos por Propiedad e Intereses [D.4] - Impuestos sobre la Renta [D.5] + Contribuciones y Beneficios Sociales Netos<sup>42</sup> [D.6] + Otras Transacciones [D.7] + Cambio en el Patrimonio Neto en las Reservas de los Fondos de Pensiones [D.8] - Gasto en Consumo [P.3].

Con respecto a la adquisición de activos No-Financieros de todo el grupo, Países Bajos bordea un balance equitativo, mientras que los demás países muestran una clara inclinación al ahorro en los hogares, como se aprecia en la tabla 4.11. Este ahorro neto, el cual es bastante alto, entrega liquidez y sobriedad a la economía doméstica para la inversión de otros sectores, sea financiero o no-financiero, o bien para importar o para el gasto gubernamental; muy diferente al comportamiento del grupo NOCORE.

A pesar a un ahorro similar, los países tienen distintas fuentes de ingreso. Francia, Alemania y Austria crean valor bruto alto, en comparación a Bélgica y Países Bajos; Francia y Bélgica entregan más compensaciones salariales con respecto al resto; desde los ingresos por propiedades, Alemania, Bélgica y Austria ponderan. Desde los usos o salidas de dinero, también hay diferencias: Bélgica es el país con mayores impuestos a la riqueza o ingresos, seguido por Austria; mientras que consumo es alto en Alemania y Francia, y poco menos en Austria, en comparación al grupo CORE.

---

<sup>41</sup> Salarios recibido menos los pagados a empleados.

<sup>42</sup> Que no son en especies.



El ahorro bruto se obtiene del neto entre usos y fuentes de la cuenta no-financiera, cual rodea el 10% del PIB en cada país, excepto en Países Bajos donde es ligeramente menor. Al final de cada cuenta, luego restar la inversión en capital fijo, se conoce si el sector necesita préstamos o es capaz de prestar a otros sectores, domésticos o externos. En promedio, la inversión en capital fijo bordea el 6% del PIB en cada nación, excepto, nuevamente en Países Bajos, con una inversión mayor, demostrando la balance cero en la necesidad de financiamiento.

**Tabla 4. 11:** Descomposición de la necesidad de financiamiento en el sector HOUSE del grupo CORE en porcentaje del PIB entre 2002–2012.

|         |      |                                      | 2002 – 2004 | 2005 – 2007 | 2008 – 2010 | 2011 – 2013 |     |
|---------|------|--------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-----|
| Bélgica | B.1g | Valor Bruto Añadido                  |             | 16%         | 15%         | 15%         | 15% |
|         | D.1  | Compensación a Empleados             | +           | 50%         | 49%         | 50%         | 51% |
|         | D.29 | Otros impuestos a la producción      | -           | 1%          | 1%          | 1%          | 1%  |
|         | D.39 | Otros Subsidios a la producción      | +           | 0%          | 0%          | 0%          | 0%  |
|         | D.4  | Ingresos por Propiedad               | +           | 10%         | 9%          | 9%          | 8%  |
|         | D.5  | Impuesto a la Riqueza e Ingresos     | -           | 13%         | 13%         | 13%         | 13% |
|         | D.6  | Beneficios y Contribuciones Sociales | +           | -1%         | -1%         | -1%         | -1% |
|         | D.7  | Otras transferencias netas           | +           | 0%          | 1%          | 1%          | 1%  |
|         | D.8  | Variación en los fondos de pensiones | +           | 1%          | 1%          | 1%          | 1%  |
|         | P.3  | Gasto de Consumo                     | -           | 51%         | 50%         | 51%         | 52% |
|         | B.8g | Ahorro Bruto                         | =           | 10%         | 10%         | 11%         | 8%  |
|         | D.9  | Transferencias Netas                 | +           | 0%          | 0%          | 0%          | 0%  |
|         | P.5  | Inversión Bruta en Capital Fijo      | -           | 5%          | 6%          | 6%          | 6%  |
|         | B.9  | Cap. o Nec. de Financiamiento        | =           | 4%          | 3%          | 4%          | 2%  |

Desbalances Sectoriales en la Primera Crisis de la Zona Euro:  
Fragilidad de la Integración Monetaria desde el modelo de Consistencia Stock-Flow Post Keynesiano  
Rodrigo Contreras Ramírez

|          |      |                                      |   | 2002 - 2004 | 2005 - 2007 | 2008 - 2010 | 2011 - 2013 |
|----------|------|--------------------------------------|---|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Alemania | B.1g | Valor Bruto Añadido                  |   | 21%         | 20%         | 20%         | 20%         |
|          | D.1  | Compensación a Empleados             | + | 44%         | 42%         | 43%         | 43%         |
|          | D.29 | Otros impuestos a la producción      | - | 0%          | 0%          | 0%          | 0%          |
|          | D.39 | Otros Subsidios a la producción      | + | 0%          | 0%          | 0%          | 0%          |
|          | D.4  | Ingresos por Propiedad               | + | 13%         | 14%         | 14%         | 14%         |
|          | D.5  | Impuesto a la Riqueza e Ingresos     | - | 9%          | 8%          | 9%          | 9%          |
|          | D.6  | Beneficios y Contribuciones Sociales | + | -1%         | -1%         | -2%         | -3%         |
|          | D.7  | Otras transferencias netas           | + | 0%          | 0%          | 0%          | 0%          |
|          | D.8  | Variación en los fondos de pensiones | + | 1%          | 1%          | 2%          | 2%          |
|          | P.3  | Gasto de Consumo                     | - | 57%         | 57%         | 56%         | 56%         |
|          | B.8g | Ahorro Bruto                         | = | 11%         | 11%         | 11%         | 11%         |
|          | D.9  | Transferencias Netas                 | + | 0%          | 1%          | 0%          | 0%          |
|          | P.5  | Inversión Bruta en Capital Fijo      | - | 6%          | 6%          | 6%          | 6%          |
|          | B.9  | Cap. o Nec. de Financiamiento        | = | 5%          | 6%          | 6%          | 5%          |

|         |      |                                      |   | 2002 - 2004 | 2005 - 2007 | 2008 - 2010 | 2011 - 2013 |
|---------|------|--------------------------------------|---|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Francia | B.1g | Valor Bruto Añadido                  |   | 19%         | 19%         | 19%         | 18%         |
|         | D.1  | Compensación a Empleados             | + | 48%         | 48%         | 49%         | 49%         |
|         | D.29 | Otros impuestos a la producción      | - | 1%          | 1%          | 1%          | 1%          |
|         | D.39 | Otros Subsidios a la producción      | + | 0%          | 0%          | 0%          | 0%          |
|         | D.4  | Ingresos por Propiedad               | + | 6%          | 6%          | 6%          | 5%          |
|         | D.5  | Impuesto a la Riqueza e Ingresos     | - | 9%          | 9%          | 9%          | 9%          |
|         | D.6  | Beneficios y Contribuciones Sociales | + | -1%         | -1%         | 0%          | 0%          |
|         | D.7  | Otras transferencias netas           | + | 2%          | 2%          | 2%          | 2%          |
|         | D.8  | Variación en los fondos de pensiones | + | 0%          | 0%          | 0%          | 0%          |
|         | P.3  | Gasto de Consumo                     | - | 55%         | 55%         | 56%         | 56%         |
|         | B.8g | Ahorro Bruto                         | = | 10%         | 9%          | 10%         | 10%         |
|         | D.9  | Transferencias Netas                 | + | 0%          | 0%          | 0%          | 0%          |
|         | P.5  | Inversión Bruta en Capital Fijo      | - | 6%          | 7%          | 6%          | 6%          |
|         | B.9  | Cap. o Nec. de Financiamiento        | = | 4%          | 2%          | 4%          | 4%          |

Desbalances Sectoriales en la Primera Crisis de la Zona Euro:  
Fragilidad de la Integración Monetaria desde el modelo de Consistencia Stock-Flow Post Keynesiano  
Rodrigo Contreras Ramírez

|              |      |                                      |   | 2002 – 2004 | 2005 – 2007 | 2008 – 2010 | 2011 – 2013 |
|--------------|------|--------------------------------------|---|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Países Bajos | B.1g | Valor Bruto Añadido                  |   | 13%         | 13%         | 12%         | 11%         |
|              | D.1  | Compensación a Empleados             | + | 48%         | 45%         | 46%         | 47%         |
|              | D.29 | Otros impuestos a la producción      | - | 0%          | 0%          | 0%          | 0%          |
|              | D.39 | Otros Subsidios a la producción      | + | 0%          | 0%          | 0%          | 0%          |
|              | D.4  | Ingresos por Propiedad               | + | 7%          | 6%          | 6%          | 6%          |
|              | D.5  | Impuesto a la Riqueza e Ingresos     | - | 7%          | 7%          | 8%          | 8%          |
|              | D.6  | Beneficios y Contribuciones Sociales | + | -7%         | -6%         | -6%         | -7%         |
|              | D.7  | Otras transferencias netas           | + | 1%          | 0%          | 0%          | 0%          |
|              | D.8  | Variación en los fondos de pensiones | + | 4%          | 3%          | 3%          | 3%          |
|              | P.3  | Gasto de Consumo                     | - | 50%         | 47%         | 45%         | 45%         |
|              | B.8g | Ahorro Bruto                         | = | 8%          | 7%          | 7%          | 7%          |
|              | D.9  | Transferencias Netas                 | + | 0%          | 0%          | 0%          | 0%          |
|              | P.5  | Inversión Bruta en Capital Fijo      | - | 7%          | 7%          | 6%          | 5%          |
|              | B.9  | Cap. o Nec. de Financiamiento        | = | 1%          | -1%         | 1%          | 3%          |

|         |      |                                      |   | 2002 – 2004 | 2005 – 2007 | 2008 – 2010 | 2011 – 2013 |
|---------|------|--------------------------------------|---|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Austria | B.1g | Valor Bruto Añadido                  |   | 18%         | 17%         | 17%         | 17%         |
|         | D.1  | Compensación a Empleados             | + | 42%         | 41%         | 43%         | 43%         |
|         | D.29 | Otros impuestos a la producción      | - | 0%          | 0%          | 0%          | 0%          |
|         | D.39 | Otros Subsidios a la producción      | + | 1%          | 1%          | 1%          | 1%          |
|         | D.4  | Ingresos por Propiedad               | + | 9%          | 12%         | 10%         | 8%          |
|         | D.5  | Impuesto a la Riqueza e Ingresos     | - | 11%         | 11%         | 11%         | 11%         |
|         | D.6  | Beneficios y Contribuciones Sociales | + | 3%          | 3%          | 3%          | 3%          |
|         | D.7  | Otras transferencias netas           | + | 1%          | 1%          | 1%          | 1%          |
|         | D.8  | Variación en los fondos de pensiones | + | 1%          | 1%          | 0%          | 0%          |
|         | P.3  | Gasto de Consumo                     | - | 54%         | 53%         | 53%         | 54%         |
|         | B.8g | Ahorro Bruto                         | = | 9%          | 10%         | 10%         | 8%          |
|         | D.9  | Transferencias Netas                 | + | 1%          | 0%          | 1%          | 0%          |
|         | P.5  | Inversión Bruta en Capital Fijo      | - | 6%          | 5%          | 5%          | 5%          |
|         | B.9  | Cap. o Nec. de Financiamiento        | = | 4%          | 6%          | 5%          | 3%          |

Fuente: elaboración propia en base a datos de EUROSTAT.

En el siguiente ejercicio utilicé la Cuenta Financiera del ESA disponible para medir el patrimonio neto de los países de la zona euro<sup>43</sup>. La Matriz de Balance del modelo SFC

<sup>43</sup> En los pasivos totales se le resta el Patrimonio Neto y Participaciones en Fondos de Inversión [F.5].

interpreta la estructura patrimonial sectorial de un país y da información sobre la cantidad de activos y pasivos, o sea, para el interés del estudio, la posición deudora que poseen las naciones. En la tabla 4.12 están los resultados.

**Tabla 4. 12:** Activos, Pasivos y su Diferencia promedio entre sectores y grupo de países sobre el PIB.

| Periodo          | CORE  |      |      |       | NOCORE |      |      |       |
|------------------|-------|------|------|-------|--------|------|------|-------|
|                  | NOFIN | FIN  | GOB  | HOUSE | NOFIN  | FIN  | GOB  | HOUSE |
| <b>ACTIVOS</b>   |       |      |      |       |        |      |      |       |
| 2002 - 2004      | 93%   | 400% | 28%  | 200%  | 64%    | 350% | 22%  | 166%  |
| 2005 - 2007      | 108%  | 496% | 29%  | 212%  | 74%    | 480% | 26%  | 181%  |
| 2008 - 2010      | 122%  | 522% | 34%  | 212%  | 92%    | 598% | 30%  | 175%  |
| 2011 - 2013      | 135%  | 535% | 37%  | 225%  | 113%   | 624% | 42%  | 186%  |
| <b>PASIVOS</b>   |       |      |      |       |        |      |      |       |
| 2002 - 2004      | 93%   | 320% | 77%  | 63%   | 82%    | 251% | 77%  | 54%   |
| 2005 - 2007      | 93%   | 381% | 74%  | 67%   | 97%    | 344% | 77%  | 71%   |
| 2008 - 2010      | 101%  | 396% | 83%  | 71%   | 120%   | 449% | 94%  | 83%   |
| 2011 - 2013      | 101%  | 392% | 95%  | 71%   | 131%   | 419% | 126% | 82%   |
| <b>ACT - PAS</b> |       |      |      |       |        |      |      |       |
| 2002 - 2004      | 0%    | 81%  | -49% | 137%  | -18%   | 99%  | -55% | 112%  |
| 2005 - 2007      | 15%   | 115% | -45% | 144%  | -23%   | 136% | -51% | 110%  |
| 2008 - 2010      | 21%   | 126% | -49% | 140%  | -28%   | 148% | -64% | 92%   |
| 2011 - 2013      | 35%   | 143% | -58% | 153%  | -18%   | 205% | -85% | 104%  |

Fuente: elaboración propia en base a datos de EUROSTAT.

Si bien ambos grupos tienen activos similares en el sector NOFIN y GOB, vemos que el grupo NOCORE posee más pasivos que el CORE en porcentaje del PIB grupal, entregando una diferencia negativa, especialmente alta en el GOB. Además resulta interesante ver que los activos del sector HOUSE en el grupo CORE es más alto en comparación al otro grupo, a pesar que con el tiempo se nota un declive en el activo del grupo NOCORE; pero los pasivos del mismo sector se comportan similares. En tanto el sector FIN mantiene un patrimonio estable y muy parecido en ambos grupos.

Para finalizar el análisis sectorial de la cuenta financiera nos introduciremos en los pasivos del sector corporativo-productivo NOFIN del grupo NOCORE, y lo descompondremos por países, tal como lo hicimos en la cuenta no financiera. La tabla 4.13 despliega la cuenta financiera donde nos percatamos el aumento de pasivos sobre el PIB en todos los países, gracias a la expansión del crédito y la liberalización de los capitales. Destaca el caso de las empresas irlandesas que aumentaron más del doble sus pasivos en poco más de una década consecuencia de préstamos y otras cuentas por pagar. Tal como Irlanda, Portugal acumulaba pasivos similares a valor del PIB pero sólo terminó agrandarlos en 50% más. A su vez, España expandió sus pasivos de 80% a casi 130% en plena crisis, pero fue el único país en disminuir los préstamos post crisis. En el caso del resto de países los pasivos crecieron en menor medida. Durante los últimos años, la deuda griega e italiana del sector no-financiero no sobrepasaron el PIB de su respectivo país.

Finalizando esta sección, vemos heterogeneidad dentro del grupo de países más afectados, el grupo CORE. No todos los países tenían deudas privadas o soberanas desastrosas o grandes déficit en sus cuentas corrientes, por lo que la crisis de estos países no tiene una sola raíz. En consecuencia, la sensibilidad a la depreciación deriva de una mezcla de falencias y no de una sola causa, a saber, la poca disciplina fiscal. Mientras que su duración depende de la poca capacidad de lograr un acuerdo crediticio con los acreedores y la ausencia de políticas monetarias y fiscales nacionales.

**Tabla 4. 13:** Descomposición de los Pasivos por países del grupo NOCORE del sector NOFIN.

Promedio de periodo en porcentaje del PIB

|         |  |          | 2002 – 2004  | 2005 – 2007   | 2008 – 2010   | 2011 – 2013   |
|---------|--|----------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| Irlanda | Oro Monetario y Derechos Especiales de Giro (SDRs) | F.1      | 0.0%         | 0.0%          | 0.0%          | 0.0%          |
|         | Efectivo y Depósitos                               | F.2      | 0.0%         | 0.0%          | 0.0%          | 0.0%          |
|         | Títulos de Deuda                                   | F.3      | 3.0%         | 3.9%          | 3.7%          | 5.9%          |
|         | Préstamos  | F.4      | 78.9%        | 91.7%         | 136.0%        | 171.1%        |
|         | Seguros, Pensiones y Garantías Estandarizadas      | F.6      | 0.0%         | 0.0%          | 0.0%          | 0.0%          |
|         | Derivados Financieros y Opciones sobre Acciones    | F.7      | 0.0%         | 0.0%          | 0.1%          | 0.1%          |
|         | Otras Cuentas por Pagar                            | F.8      | 15.9%        | 22.5%         | 30.1%         | 43.1%         |
|         | <b>Total de Pasivos</b>                            | <b>F</b> | <b>97.8%</b> | <b>118.2%</b> | <b>169.8%</b> | <b>220.1%</b> |
| Grecia  | Oro Monetario y Derechos Especiales de Giro (SDRs) | F.1      | 0.0%         | 0.0%          | 0.0%          | 0.0%          |
|         | Efectivo y Depósitos                               | F.2      | 0.0%         | 0.0%          | 0.0%          | 0.0%          |
|         | Títulos de Deuda                                   | F.3      | 3.3%         | 6.9%          | 8.6%          | 1.3%          |
|         | Préstamos  | F.4      | 41.7%        | 46.0%         | 57.0%         | 67.1%         |
|         | Seguros, Pensiones y Garantías Estandarizadas      | F.6      | 0.0%         | 0.0%          | 0.0%          | 0.0%          |
|         | Derivados Financieros y Opciones sobre Acciones    | F.7      | 0.9%         | 0.8%          | 0.6%          | 1.0%          |
|         | Otras Cuentas por Pagar                            | F.8      | 5.5%         | 4.5%          | 5.6%          | 7.0%          |
|         | <b>Total de Pasivos</b>                            | <b>F</b> | <b>51.4%</b> | <b>58.2%</b>  | <b>71.8%</b>  | <b>76.5%</b>  |
| España  | Oro Monetario y Derechos Especiales de Giro (SDRs) | F.1      | 0.0%         | 0.0%          | 0.0%          | 0.0%          |
|         | Efectivo y Depósitos                               | F.2      | 0.0%         | 0.0%          | 0.0%          | 0.0%          |
|         | Títulos de Deuda                                   | F.3      | 1.4%         | 1.1%          | 1.2%          | 1.6%          |
|         | Préstamos  | F.4      | 69.0%        | 97.5%         | 115.8%        | 103.8%        |
|         | Seguros, Pensiones y Garantías Estandarizadas      | F.6      | 0.2%         | 0.2%          | 0.2%          | 0.1%          |
|         | Derivados Financieros y Opciones sobre Acciones    | F.7      | 0.0%         | 0.2%          | 0.9%          | 1.0%          |
|         | Otras Cuentas por Pagar                            | F.8      | 10.4%        | 10.8%         | 9.6%          | 10.9%         |
|         | <b>Total de Pasivos</b>                            | <b>F</b> | <b>81.0%</b> | <b>109.7%</b> | <b>127.7%</b> | <b>117.4%</b> |
| Italia  | Oro Monetario y Derechos Especiales de Giro (SDRs) | F.1      | 0.0%         | 0.0%          | 0.0%          | 0.0%          |
|         | Efectivo y Depósitos                               | F.2      | 0.0%         | 0.5%          | 1.6%          | 1.7%          |
|         | Títulos de Deuda                                   | F.3      | 3.4%         | 4.1%          | 5.0%          | 7.1%          |
|         | Préstamos  | F.4      | 55.1%        | 62.9%         | 71.6%         | 69.4%         |
|         | Seguros, Pensiones y Garantías Estandarizadas      | F.6      | 6.5%         | 7.0%          | 6.7%          | 6.3%          |
|         | Derivados Financieros y Opciones sobre Acciones    | F.7      | 0.5%         | 0.3%          | 0.4%          | 0.4%          |
|         | Otras Cuentas por Pagar                            | F.8      | 4.4%         | 4.7%          | 4.6%          | 4.9%          |
|         | <b>Total de Pasivos</b>                            | <b>F</b> | <b>69.9%</b> | <b>79.4%</b>  | <b>89.9%</b>  | <b>89.8%</b>  |

Desbalances Sectoriales en la Primera Crisis de la Zona Euro:  
Fragilidad de la Integración Monetaria desde el modelo de Consistencia Stock-Flow Post Keynesiano  
Rodrigo Contreras Ramírez

|          |  |     |        |        |        |        |
|----------|--|-----|--------|--------|--------|--------|
| Portugal | Oro Monetario y Derechos Especiales de Giro (SDRs) | F.1 | ..     | ..     | ..     | ..     |
|          | Efectivo y Depósitos                               | F.2 | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   |
|          | Títulos de Deuda                                   | F.3 | 10.2%  | 13.5%  | 18.2%  | 20.9%  |
|          | Préstamos  | F.4 | 79.5%  | 80.6%  | 91.8%  | 95.3%  |
|          | Seguros, Pensiones y Garantías Estandarizadas      | F.6 | 1.8%   | 1.5%   | 1.9%   | 2.3%   |
|          | Derivados Financieros y Opciones sobre Acciones    | F.7 | 0.0%   | 0.0%   | 0.5%   | 1.1%   |
|          | Otras Cuentas por Pagar                            | F.8 | 20.1%  | 22.7%  | 28.4%  | 32.1%  |
|          | Total de Pasivos                                   | F   | 111.7% | 118.3% | 140.7% | 151.7% |

Fuente: elaboración propia en base a datos de EUROSTAT.

## 5. Observaciones Finales

---

:+:

Cuando comprendemos la economía real, vemos que su desarrollo depende de los flujos de capital que el mercado financiero canaliza en inversión hacia la parte productiva, la cual otorgan valor, empleo y crecimiento. Estos flujos están influenciados por las expectativas de rentabilidad, y su salud depende de cuánto y cómo está gestionado este nuevo dinero. Según los post-keynesiano, normalmente se crean burbujas sobre activos llamativos, lo cual aumenta la deuda, los precios y la confianza permite pagar la deuda con más deuda, según la hipótesis de Minsky. La fragilidad es algo inherente en el sistema capitalista-financiero globalizado de libre circulación de capital como el actual: cuando un sector se topa de pronto con bajas expectativas de renta en el futuro, los flujos de capital desaparecen, el valor de los activos cae, y se detiene la fuerza vital del crecimiento, la inversión.

Lo anterior no es nuevo, pero este estudio me permitió reconocer, gracias al modelo SFC de Godley, que la inflexión del ciclo capitalista, o bien la desconfianza de los inversionistas, puede ser causada por distintos comportamientos y sectores económicos. En la tabla 5.1 vemos que cada país del grupo NOCORE tenía una o más características de debilidad económica real, ya sea en los acotados márgenes de beneficios o el exceso de deuda de algunos sectores.



**Tabla 5. 1:** Principales deficiencias de los países periféricos.

|          |               | 2002 - 2002 | 2005 - 2007 | 2008 - 2010 | 2011 y 2012 |
|----------|---------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Irlanda  | NOFIN         | 0.2%        | -0.6%       | 0.8%        | 4%          |
|          | WORLD         | -0.3%       | 4.0%        | 2.7%        | -2%         |
|          | Deuda Pública | 30%         | 25%         | 64%         | 116%        |
|          | Pasivos NOFIN | 98%         | 118%        | 170%        | 224%        |
|          | REER          | 90.9        | 103.9       | 109.7       | 94.0        |
| Grecia   | NOFIN         | 4.4%        | 1.0%        | 3.9%        | 8%          |
|          | WORLD         | 10.5%       | 12.1%       | 13.5%       | 6%          |
|          | Deuda Pública | 95.9%       | 104.4%      | 127.4%      | 164%        |
|          | Pasivos NOFIN | 51.4%       | 58.2%       | 71.8%       | 78%         |
|          | REER          | 89.4        | 95.8        | 100.0       | 96.9        |
| España   | NOFIN         | -3.9%       | -8.9%       | -2.6%       | 1%          |
|          | WORLD         | 3.5%        | 8.2%        | 5.8%        | 2%          |
|          | Deuda Pública | 48.1%       | 38.9%       | 50.7%       | 77%         |
|          | Pasivos NOFIN | 81.0%       | 109.7%      | 127.7%      | 113%        |
|          | REER          | 90.2        | 97.7        | 103.0       | 95.4        |
| Italia   | NOFIN         | -1.6%       | -2.2%       | -1.9%       | -1%         |
|          | WORLD         | 0.4%        | 1.1%        | 2.8%        | 2%          |
|          | Deuda Pública | 100.8%      | 101.4%      | 110.0%      | 119%        |
|          | Pasivos NOFIN | 69.9%       | 79.4%       | 89.9%       | 90%         |
|          | REER          | 91.3        | 96.8        | 101.1       | 99.4        |
| Portugal | NOFIN         | -3.1%       | -4.0%       | -4.1%       | -2%         |
|          | WORLD         | 4.2%        | 5.3%        | 5.0%        | 1%          |
|          | Deuda Pública | 58.9%       | 68.3%       | 83.8%       | 118%        |
|          | Pasivos NOFIN | 111.7%      | 118.3%      | 140.7%      | 153%        |
|          | REER          | 100.4       | 102.6       | 101.7       | 95.3        |

Fuente: elaboración propia.

Por otro lado, la duración de la recesión es cuestión de la Unión Económica y Monetaria y de las restricciones fiscales impuestas por la Comisión de la UE, el FMI y el Banco Mundial, políticas poco aceptadas por la economía post-keynesiana que profesa algo muy distinto: si la inversión no apoya el producto económico, es tarea del gasto público, mediante la política anti-cíclica, mantener los beneficios capitalistas para no caer en depresiones más severas.

La investigación económica debe ser capaz de evitar estas catástrofes sociales. En este, estudiamos cómo la liberación financiera afectó positiva y negativamente a Europa para que evitemos algunos errores. La política monetaria inerte de las naciones desfavorecidas es un tema clave que denigra el euro. Si el problema es el euro, será necesario cambiar la institucionalidad del Sistema Monetario Europeo y mundial. La visión de la UE es que la UEM no está completa: la Unión Bancaria la complementa y algunos aseguran que la Unión Fiscal protegería fielmente a las economías de otros quiebres del sistema financiero, causados por la mala gestión del presupuesto y patrimonio de las nacionales.

Pero el caos financiero, la deuda y los desbalances exteriores son una propiedad inherente del sistema actual, según los aplicados de la economía marxista, keynesiana y post-keynesiana de una economía capitalista-financiera. De hecho el mismo Keynes propuso un nuevo sistema monetario internacional, algo parecido a lo que el Reino Unido propuso alternativamente al Plan Delors, en el Plan Major a nivel europeo. Keynes presentó en la conferencia Bretton Woods El *International Clearing Union* (ICU) como sistema monetario internaciones que serviría para estabilizar y controlar el riesgo del tipo de cambio y los déficits en la balanza de pagos. El ICU crea una institucionalidad donde su elemento central sería el Bancor, una divisa netamente internacional paralela a las demás divisas nacionales y estaría compuesta por las monedas más fuertes con el fin de transferir los excedentes de los países superavitarios hacia los países deficitarios. Este Bancor sería la única moneda en denominar todas las transacciones internacionales, con una tasa fija para las monedas nacionales y serviría también para medir y comparar las balanzas de pagos. El Bancor incentiva a las naciones a mantener equilibrada la balanza de pagos: si existe excedente, la ICU le aplica un impuesto y lo reserva en un fondo, mientras que la moneda de naciones con déficits en la cuenta corriente son devaluadas, encareciendo las importaciones y mejorando la “competitividad” ante la baja en precio internacional, aumentando las exportaciones para alcanzar el equilibrio: mientras no existan déficits, no hay incentivos a endeudarse fuertemente. Así ni el oro ni otras divisas circularían por el mundo. Esta institucionalidad

responde el dilema de Triffin sobre la caída del dólar como eje del Sistema Monetario Internacional actual (Triffin, 1960) y vuelve a proponer una reforma muy necesitada ante las próximas crisis.

Otro error de las autoridades europeas fue establecer parámetros “nominales” para medir el estado de convergencia de las naciones integrantes de la UEM. La inflación, el tipo de interés, el tipo de cambio y el déficit fiscal fueron incompetentes al demostrar convergencia real; por el contrario, no se midieron variables concretas desde el sistema productivo de la economía como el desbalance en la balanza de pagos, la diversidad estructural productiva, la misma productividad de los factores, la cantidad de pasivos distribuidos por los sectores institucionales y la capacidad del sector corporativo para hacer buenos negocios. En fin, no se crearon umbrales para aquellas variables que realmente alteran los beneficios de los países. La tesis demuestra que la disciplina fiscal y monetaria, y una cuenta corriente balanceada del conjunto de la UE, no son suficientes en una Unión Monetaria, pues existe inestabilidad en el sector no financiero, consecuencia de una productividad dispareja y de la liberación de los capitales, que termina erosionando el esqueleto económico–social.

Desde una región lejana, espero que este estudio ilumine algunas contingencias en América del Sur: luego de media década de crecimiento ejemplar la región enfrenta síntomas de desaceleración económica desde 2009, uno, por el encogimiento de la demanda europea, y dos, ante la normalización del potente crecimiento chino. Al parecer, una buena alternativa para el continente es una estrategia de crecimiento intrarregional como el que experimentó Europa al determinar una mayor integración, pero como vimos, una integración excesiva entre naciones heterogéneas sin instituciones supervisoras, puede acarrear altos costos sociales.

## 6. Bibliografía

---

:+:

AMECO (2015) [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/db\\_indicators/ameco/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/db_indicators/ameco/index_en.htm)

Backus, D., Brainard, W., Smith, G. y Tobin, J. (1980). "A Model of the U.S Financial and Non-financial Economic Behavior", *Journal of Money, Credit and Banking*, mayo.

Buch, Claudia M. y Heinrich, Ralph P. (2002). "European financial integration and corporate governance," *Research Notes 2*, Deutsche Bank Research.

Calvo, Antonia (1999). "Organización de la Unión Europea". Segunda edición, Editorial Centro de Estudios Ramón Areces, España.

Chinn, Menzie e Ito, Hiro (2008). "A New Measure of Financial Openness", *Journal of Comparative Policy Analysis*, Volume 10, Issue 3, pág. 309 – 322, septiembre.

Christophersen, H (1997). "Armonización Bancaria, Liberalización Financiera y Movimientos de Capitales en el Marco de un Área Integrada". Centro de Formación para la Integración Regional, DT 25, pág. 3-9.

Comisión Europea - Directorio General para Asuntos Económicos y Financieros (1990). "One Money, One Market: An evaluation of the potential benefits and costs of forming an economic and monetary union", núm. 44, octubre.

Davidson, Paul (1972). "Money and the Real World," *Economic Journal*, Royal Economic Society, vol. 82(325), pág. 101-15, marzo.

Davidson, Paul (2003). "¿Qué es erróneo en el consenso de Washington y qué debemos hacer?". Revista Cuadernos de Economía, UN - RCE - CID.

Davidson, Paul (2004). "A Post Keynesian view of the Washington consensus and how to improve it," Journal of Post Keynesian Economics, M.E. Sharpe, Inc., vol. 27(2), pág. 208-230, diciembre.

Davidson, Paul (2012). "Post-Keynesian Theory and a Policy for Managing Financial Market Instability and its Relevance to the Great Recession," Ekonomi-tek - International Economics Journal, Turkish Economic Association, vol. 1(3), pág. 1-24, septiembre.

De Grauwe, Paul (2003). "Economics of Monetary Union". Oxford University Press: New York.

Downward, P. (1999). "Pricing Theory in Post Keynesian Economics: A Realist Approach". Cheltenham: Edward Elgar.

Durán, Manuel (2012). "Fiscalidad y libre circulación de capitales y pagos en el Derecho de la Unión Europea: análisis jurisprudencial". Documentos de trabajo UC-CIFF-IELAT N° 8, agosto, España.

EUROSTAT (2015) <http://ec.europa.eu/eurostat>

Fondo Monetario Internacional (2009). "Toward a Fiscal Union for the Euro Area". European Department, SDN/13/09, septiembre.

Fuest, Clemens y Peichl, Andreas (2012). "European Fiscal Union: What Is It? Does It Work? And Are There Really 'No Alternatives'?" . Policy Paper No. 39, IZA Policy Paper Series, marzo.

Godley, Wynne y Cripps, T. Francis (1983). "Macroeconomics". Oxford University Press

Godley, Wynne y Lovoie, Marc (2007). "Monetary Economics. An Integrated Approach to Credit, Money, Income, Production and Wealth". Palgrave MacMillan.

Harcourt, Geoff (2006). "The Structure of Post-Keynesian Economics". Cambridge: Cambridge University Press.

Infante, Joaquín (2012). "Lecciones de la crisis financiera de la eurozona". La Habana.

- Kenen, P.B. (1969). "The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View. In: Monetary Problems of the International Economy", ed. por R.A. Mundell y A.K. Swoboda, Chicago University Press, Chicago.
- Krugman, P. (1990). "Policy Problems for a Monetary Union. In: The European Monetary System in the 1990's", ed. por P. De Grauwe y Papademos Longman, London.
- Krugman, P. (1991). "Geography and Trade". MIT Press, Cambridge.
- Lavoie, Marc. (1994). "A Post Keynesian Approach to Consumer Choice." *Journal of Post Keynesian Economics* 16 (verano): pág. 539 – 562.
- Lee, Federic S. (1999). "Post Keynesian Price Theory". Cambridge: Cambridge University press.
- López Domínguez, Ignacio (2007). "El proceso de integración de los mercados financieros en Europa". *Revista Escuela de Administración de Negocios*, núm. 59, enero-abril, pág. 87-97, Universidad EAN, Colombia.
- Minsky, Hyman (1982). "Can "it" Happen Again? Essays on Instability and Finance". M.E. Sharpe.
- Minsky, Hyman (1992). "The Financial Instability Hypothesis," *Economics Working Paper Archive wp\_74*, Levy Economics Institute.
- Nieto, José Antonio (2001). "La Unión Europea. Una nueva etapa en la integración económica de Europa", Ediciones Pirámide, España.
- OCDE. StatExtract (2015) <http://stats.oecd.org/>
- Pérez Caldentey, Esteban y Vernengo, Matías (2012). "The Euro Imbalances and Financial Deregulation: A Post-Keynesian Interpretation of the European Debt Crisis". Working Paper No. 702, Levy Economics Institute.
- Swiss Federal Statistical Office (2015) <http://www.bfs.admin.ch/bfs/portal/en/index.html>
- Triffin, Robert (1960). "Gold and the Dollar Crisis: The Future of Convertibility". New Haven; London: Yale University Press.
- Wyposz, Charles, (2010). "The Eurozone in the Current Crisis," ADBI Working Papers 207, Asian Development Bank Institute.

## 7. Anexos

---

:+:

Anexo 1: Artículos sobre la libre circulación de capitales del TFUE.

### *CAPÍTULO 4 – CAPITAL Y PAGOS*

#### *Artículo 63*

*(antiguo artículo 56 TCE)*

*1. En el marco de las disposiciones del presente capítulo, quedan prohibidas todas las restricciones a los movimientos de capitales entre Estados miembros y entre Estados miembros y terceros países.*

*2. En el marco de las disposiciones del presente capítulo, quedan prohibidas cualesquiera restricciones sobre los pagos entre Estados miembros y entre Estados miembros y terceros países.*

#### *Artículo 64*

*(antiguo artículo 57 TCE)*

*1. Lo dispuesto en el artículo 63 se entenderá sin perjuicio de la aplicación a terceros países de las restricciones que existan el 31 de diciembre de 1993 de conformidad con el Derecho nacional o con el Derecho de la Unión en materia de movimientos de capitales, con destino a terceros países o*

*procedentes de ellos, que supongan inversiones directas, incluidas las inmobiliarias, el establecimiento, la prestación de servicios financieros o la admisión de valores en los mercados de capitales. Respecto de las restricciones existentes en virtud de la legislación nacional en Bulgaria, Estonia y Hungría, la fecha aplicable será el 31 de diciembre de 1999.*

*2. Aunque procurando alcanzar el objetivo de la libre circulación de capitales entre Estados miembros y terceros países en el mayor grado posible, y sin perjuicio de lo dispuesto en los demás capítulos de los Tratados, el Parlamento Europeo y el Consejo, con arreglo al procedimiento legislativo ordinario, adoptarán medidas relativas a los movimientos de capitales, con destino a terceros países o procedentes de ellos, que supongan inversiones directas, incluidas las inmobiliarias, el establecimiento, la prestación de servicios financieros o la admisión de valores en los mercados de capitales.*

*3. No obstante lo dispuesto en el apartado 2, sólo el Consejo, con arreglo a un procedimiento legislativo especial, por unanimidad y previa consulta al Parlamento Europeo, podrá establecer medidas que supongan un retroceso en el Derecho de la Unión respecto de la liberalización de los movimientos de capitales con destino a terceros países o procedentes de ellos.*

#### *Artículo 65*

*(antiguo artículo 58 TCE)*

*1. Lo dispuesto en el artículo 63 se aplicará sin perjuicio del derecho de los Estados miembros a:*

*a) aplicar las disposiciones pertinentes de su Derecho fiscal que distingan entre contribuyentes cuya situación difiera con respecto a su lugar de residencia o con respecto a los lugares donde esté invertido su capital;*



*b) adoptar las medidas necesarias para impedir las infracciones a su Derecho y normativas nacionales, en particular en materia fiscal y de supervisión prudencial de entidades financieras, establecer procedimientos de declaración de movimientos de capitales a efectos de información administrativa o estadística o tomar medidas justificadas por razones de orden público o de seguridad pública.*

*2. Las disposiciones del presente capítulo no serán obstáculo para la aplicación de restricciones del derecho de establecimiento compatibles con los Tratados.*

*3. Las medidas y procedimientos a que se hace referencia en los apartados 1 y 2 no deberán constituir ni un medio de discriminación arbitraria ni una restricción encubierta de la libre circulación de capitales y pagos tal y como la define el artículo 63.*

*4. A falta de medidas de aplicación del apartado 3 del artículo 64, la Comisión o, a falta de una decisión de la Comisión dentro de un período de tres meses a partir de la solicitud del Estado miembro interesado, el Consejo, podrá adoptar una decisión que declare que las medidas fiscales restrictivas adoptadas por un Estado miembro con respecto a uno o varios terceros países deben considerarse compatibles con los Tratados en la medida en que las justifique uno de los objetivos de la Unión y sean compatibles con el correcto funcionamiento del mercado interior. El Consejo se pronunciará por unanimidad a instancia de un Estado miembro.*

#### *Artículo 66*

*(antiguo artículo 59 TCE)*

*Cuando en circunstancias excepcionales los movimientos de capitales con destino a terceros países o procedentes de ellos causen, o amenacen causar, dificultades graves para el funcionamiento de la unión económica y monetaria, el Consejo, a propuesta de la Comisión y previa consulta al Banco Central Europeo, podrá adoptar respecto a terceros países, por un plazo que no sea superior a seis meses, las medidas de salvaguardia estrictamente necesarias.*

Anexo 2: Tipo de cambio de un euro en divisas del mundo.

| AÑO  | Libra esterlina | Real brasileño | Dólar canadiense | Renminbi-yuan chino | Rupia india | Yen japonés | Rublo ruso | Dólar EE.UU. | Rand sudafricano | Dólar australiano | Peso mexicano |
|------|-----------------|----------------|------------------|---------------------|-------------|-------------|------------|--------------|------------------|-------------------|---------------|
| 1995 | 0.83            |                | 1.80             |                     |             | 122.90      |            | 1.31         | 4.75             | 1.77              |               |
| 1996 | 0.81            |                | 1.73             |                     |             | 138.04      |            | 1.27         | 5.46             | 1.62              |               |
| 1997 | 0.69            |                | 1.57             |                     |             | 137.16      |            | 1.13         | 5.23             | 1.53              |               |
| 1998 | 0.68            |                | 1.66             |                     |             | 146.37      |            | 1.12         | 6.21             | 1.78              |               |
| 1999 | 0.66            |                | 1.59             |                     |             | 121.43      | 26.52      | 1.07         | 6.52             | 1.65              | 10.21         |
| 2000 | 0.61            | 1.68           | 1.37             | 7.58                | 41.23       | 99.53       | 26.04      | 0.92         | 6.39             | 1.59              | 8.74          |
| 2001 | 0.62            | 2.10           | 1.39             | 7.41                | 42.25       | 108.73      | 26.16      | 0.90         | 7.72             | 1.73              | 8.37          |
| 2002 | 0.63            | 2.78           | 1.48             | 7.82                | 45.89       | 118.07      | 29.68      | 0.94         | 9.90             | 1.74              | 9.15          |
| 2003 | 0.69            | 3.47           | 1.58             | 9.36                | 52.61       | 130.97      | 34.67      | 1.13         | 8.53             | 1.74              | 12.21         |
| 2004 | 0.68            | 3.64           | 1.62             | 10.29               | 56.27       | 134.40      | 35.81      | 1.24         | 8.02             | 1.69              | 14.03         |
| 2005 | 0.68            | 3.04           | 1.51             | 10.20               | 54.84       | 136.87      | 35.20      | 1.24         | 7.92             | 1.63              | 13.58         |
| 2006 | 0.68            | 2.73           | 1.42             | 10.01               | 56.83       | 146.06      | 34.11      | 1.26         | 8.52             | 1.67              | 13.69         |
| 2007 | 0.68            | 2.66           | 1.47             | 10.42               | 56.43       | 161.24      | 35.02      | 1.37         | 9.66             | 1.64              | 14.98         |
| 2008 | 0.80            | 2.67           | 1.56             | 10.22               | 63.58       | 152.33      | 36.42      | 1.47         | 12.07            | 1.74              | 16.30         |
| 2009 | 0.89            | 2.77           | 1.59             | 9.52                | 67.31       | 130.23      | 44.14      | 1.39         | 11.69            | 1.77              | 18.78         |
| 2010 | 0.86            | 2.33           | 1.37             | 8.98                | 60.63       | 116.46      | 40.28      | 1.33         | 9.71             | 1.44              | 16.75         |
| 2011 | 0.87            | 2.33           | 1.38             | 9.00                | 64.87       | 111.02      | 40.88      | 1.39         | 10.09            | 1.35              | 17.28         |
| 2012 | 0.81            | 2.51           | 1.28             | 8.11                | 68.63       | 102.62      | 39.92      | 1.29         | 10.55            | 1.24              | 16.91         |
| 2013 | 0.85            | 2.87           | 1.37             | 8.17                | 77.88       | 129.66      | 42.32      | 1.33         | 12.83            | 1.38              | 16.96         |
| 2014 | 0.81            | 3.12           | 1.47             | 8.19                | 81.07       | 140.38      | 51.01      | 1.33         | 14.41            | 1.47              | 17.66         |

Fuente: elaboración propia en base a EUROSTAT.

### Anexo 3: Notaciones de las Matrices Stock-Flow.

|          |   |
|----------|---|
| C:       | Consumo   |
| I:       | Inversión   |
| G:       | Gasto de Gobierno   |
| T:       | Impuestos   |
| X:       | Exportaciones   |
| I:       | Importaciones   |
| WB:      | Masa Salarial   |
| $F_f$ :  | Beneficios empresariales realizados de las firmas de producción             |
| $FD_f$ : | Beneficios empresariales distribuidos                                       |
| $FU_f$ : | Beneficios empresariales no distribuidos                                    |
| $H_h$ :  | Dinero en efectivo tenido por los hogares                                   |
| $H_b$ :  | Reservas suministras a los bancos por el banco central                      |
| H:       | Dinero de alto poder, o dinero en efectivo, suministro por el banco central |
| L:       | Préstamos ofrecidos por los bancos a las empresas y hogares                 |
| $L_f$ :  | Préstamos adquiridos por las firmas   |
| $L_h$ :  | Préstamos adquiridos por los hogares  |
| $B_h$ :  | Bonos tenidos por los hogares   |
| $B_b$ :  | Bonos demandados por los bancos   |
| B:       | Bonos del tesoro suministrado por el gobierno                               |
| M:       | Depósitos de dinero actualmente tenidos por los hogares                     |
| e:       | Número de acciones de empresas demandadas por los hogares                   |
| $e_f$ :  | Número de acciones ofrecidas por las empresas                               |
| $e_b$ :  | Número de acciones ofrecidas por los bancos                                 |
| $p_e$ :  | Precio de las acciones de las empresas                                      |
| $NW_h$ : | Patrimonio neto de los hogares  |
| $NW_f$ : | Patrimonio neto de las empresas   |
| $NW_b$ : | Patrimonio neto de los bancos   |
| $NW_g$ : | Patrimonio neto del gobierno  |
| K:       | Valor nominal del stock de capital fijo                                     |

:+: