

Responsabilidad de lo político en lo económico. El caso de la eurozona*

Political Responsibilities in the Economy. The Case of the Eurozone

Juan Carlos Guevara Guevara**

Investigador del Instituto de Investigaciones Económicas y Sociales,
Universidad Católica Andrés Bello (UCAB)

Resumen

En no pocas ocasiones a lo largo de la historia de la humanidad, las buenas intenciones políticas han terminado en verdaderas pesadillas socioeconómicas. Una situación de este tipo la constituye la actual y severa crisis que desde el verano de 2007 padece un grupo de países miembro de la denominada “Unión Económica y Monetaria (UEM) o zona euro”, que comparten una moneda común y un conjunto de criterios de corte económico y político dentro de la Comunidad Económica Europea (CEE). Dicha crisis fue antecedida durante la década de los noventa por un ritmo de crecimiento que prometía la ansiada convergencia socioeconómica de todos los países de la eurozona y en el que países como Portugal, España e Irlanda crecieron a tasas superiores a 20%. Sin embargo, una crisis en

Abstract

Good political intentions have ended in real socioeconomic nightmares on no few occasions throughout history. A situation of this kind is the current severe crisis that a group of countries of the Economic and Monetary Union or Eurozone is suffering. These countries share a common currency and set of political and economic criteria within the European Union (EU). Said crisis was preceded in the nineties by a rate of growth that the prosperous socioeconomic convergence of all Eurozone countries offered. However, a crisis in the US mortgage in the summer of 2007 put to test the sustainability of such growth rates, resulting in a violent recession which, up to the moment, has destroyed 21% of the real GDP per capita in Greece, or 7% in Spain, just to mention a couple of cases. The reasons given to

* Trabajo preparado para su presentación en el *XII Simposio Venezolano de Ciencia Política*, organizado por el Instituto de Estudios Políticos de la Universidad Central de Venezuela, Caracas, del 4 al 6 de noviembre de 2013.

** **Correo electrónico:** jualoguevara@gmail.com

Recibido: 12-11-2013

Aprobado: 21-01-2014

el sector hipotecario estadounidense en el verano de 2007, puso a prueba la sostenibilidad de tales tasas de crecimiento, teniendo como resultado una violenta recesión económica que hasta la fecha ha destruido 21% del PIB real por habitante de Grecia o 7% de España, por solo mencionar un par de casos. Variadas han sido las razones esgrimidas para explicar la crisis, pero una en particular no ha sido considerada: la igualación *inducida* en las tasas de interés de los distintos países de la eurozona y su consecuente abaratamiento *ficticio* de los flujos de créditos. El desconocimiento de los equilibrios económicos “naturales” de un país siempre genera consecuencias, y el caso de la eurozona no es la excepción.

Palabras clave:

Crisis en eurozona, tasa natural de interés, incoherencia en política monetaria

account for the crisis are diverse. One in particular has not been considered: the induced equalization of the interest rates of the Eurozone, and their consequential fictitious reduction of credit flows. Ignoring a country's “natural” economic balances always has consequences, and the Eurozone is not the exception.

Key words:

Crisis in Eurozone; natural interest rate; incoherence in monetary policies

INTRODUCCIÓN

En no pocas ocasiones a lo largo de la historia de la humanidad, las buenas intenciones políticas han terminado en verdaderas pesadillas socioeconómicas. Ya sea por motivos ideológicos o el simple deseo de fomentar la unión entre grupos humanos con algún denominador común, la mera intención política no será nunca suficiente para alcanzar el objetivo deseado si antes no se entiende a cabalidad las consecuencias socioeconómicas de tales intenciones. Una situación de este tipo la constituye la actual y severa crisis que desde el verano de 2007 padece un grupo de países miembro de la denominada “Unión Económica y Monetaria (UEM) o zona euro”, que comparten una moneda común y un conjunto de criterios de corte económico y político dentro de la Unión Europea. Resultaba impensable aquel 1° de enero de 1999, cuando entró en vigencia el euro como moneda, que una década más tarde pudiesen registrarse debates dentro de algunos países miembro sobre las dudosas ventajas de la moneda común (Oltheten Elisabeth et al., 2013).

La Comunidad Económica Europea nace el 1° de enero de 1958 como un proyecto de unidad, principalmente en lo económico, pero con cierto andamiaje de unidad política. Particularmente en lo económico, resultaban obvias las ventajas para sus miembros de interactuar como si se tratase de una misma unidad

territorial. No habría fronteras para la libre movilidad de insumos y productos, pudiendo así buscar uniformar no solamente las tecnologías de producción, sino también el rendimiento de los insumos de producción, particularmente el laboral. Para lograr todo ello se diseñaron programas destinados a equiparar en calidad distintas áreas de lo económico y social de todos los países miembro. Notorios han sido los esfuerzos en términos de inversión en educación e infraestructura de los países de la Unión con menores avances en tales aspectos. Al final, la intención no ha sido otra que buscar parecerse tanto unos a otros, que resultara una verdadera comunidad de iguales. El proyecto comunitario se hizo aun más ambicioso al crearse en 1988 la UEM, o mejor conocida como la eurozona, que significaba la desaparición de las monedas locales y daba paso a una autoridad monetaria única (Banco Central Europeo o BCE) y una sola moneda, el *euro*, en aquellos países de la Unión que aceptaron ceder su independencia monetaria. A la existencia de una moneda única se le atribuía una serie de ventajas en cuanto se preveía que indujera un aumento en el intercambio económico entre sus miembros, derivado de la eliminación de incertidumbres y costos de transacción por las operaciones de cambio de divisas, así como una mayor transparencia y fomento de la competencia, al estar todos los precios de los bienes y servicios expresados en una misma moneda. Los hechos parecían darle la razón a los arquitectos de la eurozona cuando, ante un incremento durante la década de los noventa del 12% en el PIB real por habitante de la principal economía europea como lo es la alemana, la portuguesa crecía 28%, la española 23% y la irlandesa un increíble 73%. Se concretaba así la ansiada “convergencia” socioeconómica de todos los países de la eurozona, teniendo en la economía germana el modelo a seguir. Sin embargo, una crisis en el sector hipotecario estadounidense, que se presentó en el verano de 2007, vino a poner a prueba la sostenibilidad de tales tasas de crecimiento de la eurozona, teniendo como resultado una violenta crisis económica que, hasta la fecha, ha destruido 21% del PIB real por habitante de Grecia o 7% de España, solo para mencionar un par de casos. Obviamente, la explosión en el desempleo no se ha hecho esperar y, con ello, las presiones sociales y políticas van en aumento. No cabe duda de que el proyecto de la eurozona vive su momento más crítico desde su creación y su evolución futura resulta realmente incierta.

En apariencia, las causas que motivaron estos desenlaces parecieran no ser las mismas: exceso de gasto público en infraestructura en Portugal (Baer et al., 2012), exceso de desarrollos habitacionales en Irlanda (Kelly, 2007) y España (Neal L., et al., 2003) o la hipertrofia del sistema de seguridad social en Grecia (Oltheten et al., 2013). Sin embargo, más que causas estas son realmente las consecuencias de algún

disparador común que originó tales excesos, precisamente en aquellas economías que mostraban un mayor subdesarrollo con respecto a sus pares de Francia y Alemania. Más aun, la tensión que actualmente vive la zona euro tiene prácticamente tantas explicaciones como propuestas de solución. Con frecuencia se argumenta que una autoridad monetaria única, como lo es el BCE, está seriamente limitada en sus funciones como garante de la estabilidad económica, si no está simultáneamente acompañada de una autoridad fiscal única, que efectivamente limite el gasto público. De allí la propuesta de su urgente creación. Para otros, la crisis no es sino el resultado de una obcecada política de austeridad impulsada por el país líder de la unión monetaria, Alemania, por lo que una simple política expansiva del gasto público en aquellos países ahorradores netos (principalmente Alemania) sería suficiente para retomar el camino del crecimiento de todo el eurogrupo. Ni qué hablar de las explicaciones chauvinistas que señalan a factores hasta de tipo racial como limitaciones determinantes para el desarrollo de ciertos países de la Unión. Dentro de este variado menú de razones, posiblemente se pueda coincidir con algunos puntos de vista, pero queda claro que no agotan el espectro de posibles explicaciones de la crisis. Resulta, además, poco probable que exista una razón “única” a la crisis en la eurozona, pero es posible que logremos identificar una razón generadora de “razones”. Este ensayo plantea ese objetivo.

La historia política y socioeconómica de un país no se reinicia cada día, sino más bien se acumula en “capas” contentivas de diversos eventos ocurridos y registrados dentro de la memoria colectiva de sus pobladores, cuya importancia el tiempo se encarga de ir diluyendo. Por ejemplo, las consecuencias que tiene para un país el incumplimiento temporal del pago de sus deudas no desaparecen en el momento en que tales deudas son honradas. Por el contrario, durante cierto tiempo los inversionistas recordarán lo ocurrido y evitarán nuevas inversiones. Solo con el cumplimiento ininterrumpido y la ayuda del tiempo, puede dicho país esperar que su pasado no lo condene. Dentro de este orden de ideas, lo razonable es pensar que la inestabilidad económica de un país lo hace objeto de mayores consideraciones a la hora de invertir en este que, por ejemplo, en un país con condiciones más estables. Y si tal inestabilidad se ha presentado con cierta frecuencia a lo largo del tiempo, podemos esperar que la percepción de riesgo o recelo será de mayor duración que cuando se trata simplemente de un hecho aislado y único. Esta *memoria de eventos* existe en cualquier sociedad y debe ser considerada y respetada a la hora de planificar variaciones de política económica.

Partiendo de esta *memoria de eventos* resulta insensato pensar que, mediante algún decreto o simple declaración de objetivos políticos, podemos “borrar” el pasado de un país o al menos sus consecuencias. Desconocer el pasado de un país solo resultará en la alteración de su *memoria de eventos* y lo conducirá a una conducta insostenible en el tiempo. Precisamente, la creación de la zona euro significó, por razones políticas perfectamente entendibles, la minimización de la importancia de la memoria de eventos de cada país miembro, generando la crisis que hoy lamentablemente padecen. En particular, en este ensayo se plantea que la *inducida disminución y posterior convergencia de las tasas de interés* entre los países considerados históricamente como más riesgosos, resultó en un disparador de conductas de gasto público y privado absolutamente no cónsonas con un desarrollo ordenado y sostenido, con las consecuencias que hoy se registran. Las siguientes secciones desarrollan esta posición como una alerta a las consecuencias socioeconómicas que algunas propuestas políticas pueden tener. La sección dos presenta una breve reseña comparativa en la evolución de ciertas variables económicas para Alemania y los países periféricos (España, Portugal, Irlanda y Grecia), resaltando hechos propios de cada economía. La sección tres describe la importancia de la variable tasa de interés en la economía, y particularmente el concepto de tasa natural de interés, y sus efectos y consecuencias sobre las economías periféricas de la eurozona; la cuarta sección presenta las conclusiones.

BREVE RESEÑA DE LA EVOLUCIÓN ECONÓMICA DE LA “PERIFERIA” DE LA ZONA EURO

Al hablar de la evolución económica de los países “periféricos” de la zona euro, sorprende las coincidencias y lugares comunes que la acompañan. Más allá de que España, Portugal y Grecia rompen con sus respectivas dictaduras casualmente el mismo año 1974, sus relativos niveles de atraso en lo económico y lo social con respecto a Alemania y Francia, solo acentuaba la profunda asimetría que existía entre los países conformantes de la zona euro. De allí que constituir una zona económica entre países que presentaban profundas diferencias culturales y económicas, representó ciertamente una política riesgosa. Con el fin de resaltar tales diferencias económicas, a continuación los gráficos 1a-1d presentan el nivel y evolución del producto interno bruto (PIB) en términos reales y per cápita, como medida de la cantidad de bienes y servicios producidos y disponibles por habitante, la tasa de inflación anual, la tasa de ahorro de los hogares y la productividad laboral

por hora trabajada y expresada en euros, respectivamente, y para diferentes períodos de tiempo según la disponibilidad de la data. Los gráficos reflejan que tanto antes como después del año 1999, cuando oficialmente se inicia la eurozona, las diferencias económicas entre países han permanecido prácticamente inalteradas.

Gráfico 1

Gráfico 1a
PIB real per cápita (euros)

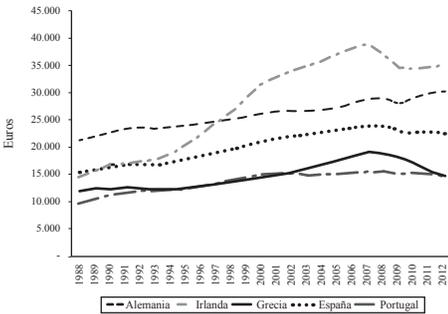


Gráfico 1b
Tasa de inflación anual

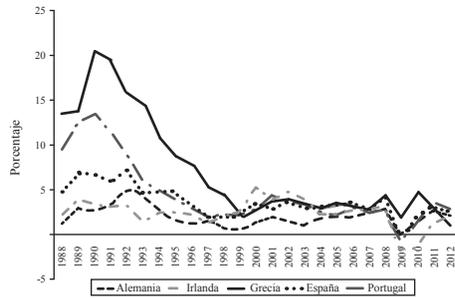


Gráfico 1c
Tasa de ahorro de los hogares

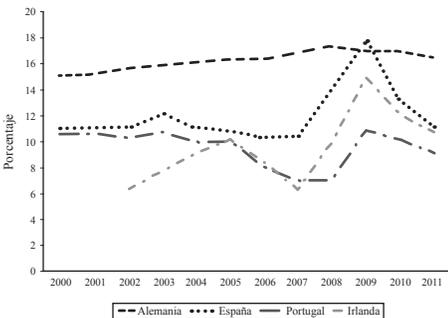
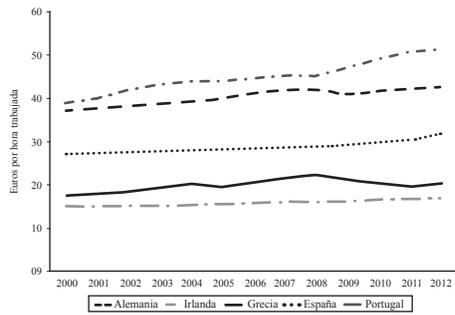


Gráfico 1d
Productividad laboral por hora trabajada



Fuente: World Economic Outlook, Fondo Monetario Internacional.

En lo que a la producción de bienes y servicios respecta, en 1999 el PIB real per cápita de Alemania era 25% superior al español, 82% superior al griego y 77% superior al portugués. Solo Irlanda presentaba un nivel 14% superior al alemán, aunque la economía alemana es 14 veces más grande que la irlandesa. Para el año

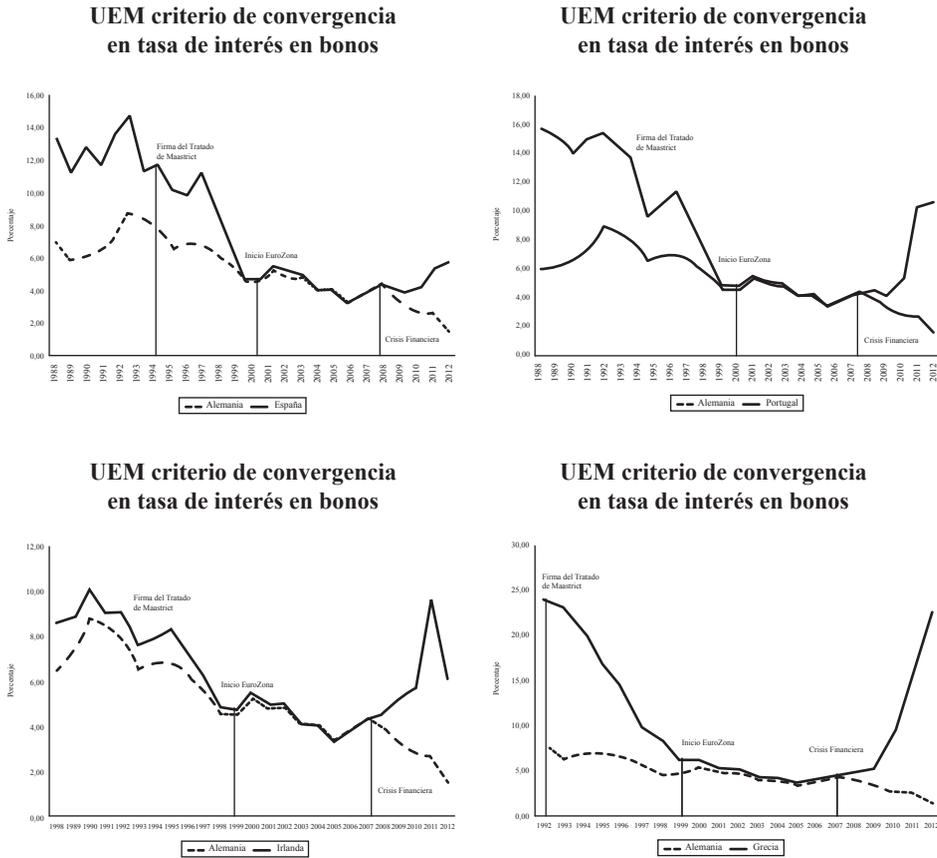
2012, las secuelas de la crisis ampliaron esas brechas, superando la economía alemana a la española en 35%, y más que doblando a la griega y portuguesa en 102% y 104%, respectivamente. Solo la economía irlandesa mantuvo una ventaja de 16% sobre la alemana, a pesar de que dicha brecha llegó a ser de 38% en el año 2005. En lo que respecta a la inflación, para 1999 la inflación en Irlanda era 3,9 veces superior a la alemana y entre 3,3 y 3,4 para los otros tres países. Posterior a 2007 y debido a la propia crisis económica, los índices de inflación han tendido a igualarse.

Una de las variables económicas que mayor relación guardan con el crecimiento de los países, es el ahorro que los hogares pongan a disposición de la inversión. El gráfico 1-c muestra la asombrosa diferencia en las tasas de ahorro de los hogares de Alemania, España, Portugal e Irlanda, desde el año 2000 hasta 2011, evidenciando la menor dependencia de Alemania de fondos externos aplicables para la inversión doméstica¹. En lo que respecta a la productividad laboral, el gráfico 1-d refleja que para 2000 la germana era más del doble de la de Portugal y Grecia, y 37% superior a la española. Más importante aun, tal brecha ha permanecido prácticamente intacta desde entonces. También se debe destacar que solo Irlanda superó en productividad laboral a Alemania aunque, sin negar su mérito, el menor tamaño de aquella le permite incrementar su productividad con menores esfuerzos de inversión.

Los cuatro gráficos anteriores (gráficos 1a-1d) representan una muestra que ratifica no solo el hecho ampliamente conocido de la mayor fortaleza y estabilidad de la economía germana con respecto a sus pares de la eurozona Grecia, Portugal, Irlanda y España, sino además que tales diferencias se han mantenido y hasta aumentado en todos los casos, salvo el referente a Irlanda. Si uno de los preceptos para impulsar la zona euro era precisamente la significativa mejoría que se registraría en los países menos avanzados con respecto a los más avanzados, queda claro que hasta la fecha esa meta no se ha podido concretar. Sin embargo, lo que sí debería resultar una sorpresa, dadas las diferencias económicas señaladas en los gráficos anteriores, es la marcada convergencia en las tasas de interés con respecto a la alemana. El gráfico 2 refleja la evolución de la tasa de interés de los bonos a 10 años que la UEM emplea como referencia para evaluar la evolución de la convergencia, desde diferentes fechas del siglo pasado hasta 2012.

¹ La Eurostat no presenta datos para Grecia.

Gráfico 2



Del gráfico 2 se puede observar que a partir de 1990 el comportamiento de la tasa de interés de largo plazo para los países bajo análisis, comienza a presentar un claro comportamiento descendente y convergente hacia la tasa de interés alemana. Este hecho no es casualidad, ya que fue en ese año en que se inicia el plan de la Unión Económica y Monetaria, el cual incluía la creación del euro como moneda única. Este comportamiento convergente se refuerza luego con la firma del Tratado de Maastricht, el 7 de febrero de 1992, y el cual contempló, entre otros aspectos, los siguientes *criterios de convergencia* en materia económica, cuyo cumplimiento constituía un requisito para poder pasar a formar parte de la eurozona:

1. La relación entre el déficit público y el PIB no puede ser superior a 3%.

2. La inflación media no debe sobrepasar en más de 1,5% la de los tres Estados miembro que presenten los mejores resultados en materia de estabilidad de precios.
3. La relación entre la deuda pública y el PIB no debe sobrepasar 60%.
4. La tasa de interés media nominal en el largo plazo no debe superar en más de 2% el de los tres Estados miembro que presenten los mejores resultados en materia de estabilidad de precios.
5. No haberse registrado devaluaciones de la moneda doméstica, al menos durante los dos últimos años previos al ingreso en el grupo de la eurozona.

La rápida convergencia que se observa en las tasas de interés de los países presentados en el gráfico 2 con respecto a Alemania, tiene mucho que ver con este cuarto criterio.

A este nivel hay un punto que debe llamar nuestra atención: observamos en los gráficos 1a-1d unos comportamientos marcadamente disímiles entre las economías griega, portuguesa, española e irlandesa con respecto a la alemana; luego, ¿cómo puede explicarse que, con tantas diferencias en cuanto a aspectos económicos, estos países hayan registrado tasas de interés que convergieron hacia la tasa de interés del país con la economía más próspera, diversificada y estable de la zona euro como lo es la alemana? Más aun, ¿puede la tasa de interés de un país reflejar una realidad que no le corresponde? ¿Cuán importante es la tasa de interés en una economía?

Las dos primeras interrogantes se explican principalmente por un error de percepción de los inversionistas, nunca corregido por la autoridad monetaria europea (léase Banco Central Europeo). A partir de la creación de la zona euro, los países miembro del grupo siguieron emitiendo deuda pública pero ahora denominada en euros. No hacía diferencia, ante los ojos de un inversionista, un bono emitido en Grecia a uno emitido en Alemania. Al final, ambos estaban emitidos en la misma moneda, compartían la misma autoridad monetaria y, en principio, las políticas monetarias de ambos países se regían por las mismas reglas. Era como si de pronto las diferencias en productividad laboral, crecimiento económico, tasas de ahorro de los hogares e inflación fuesen casi imperceptibles, lo que con la libre movilidad de capitales se tradujo en una rápida igualación de las tasas de interés

en todos los países de la eurozona, aun cuando profundas diferencias estructurales yacían camufladas bajo la falsa sensación de igualdad. Las consecuencias de esta igualdad *inducida* no se hicieron esperar: la combinación de abundante crédito a una tasa de interés *injustificadamente* baja impulsaron actividades que no tendrían sustento en los fundamentos económicos de estos países, incubando la crisis que a partir de 2007 se hizo presente. Debe haber quedado claro que el comportamiento de la tasa de interés no solo responde a motivos monetarios, toda vez que otros factores como el fiscal, la productividad tecnológica y hasta lo cultural guardan igualmente estrecha relación. Más aun, se evidenció la gran influencia e impacto que la tasa de interés tiene en la economía, por lo que sopesar su importancia es tarea obligatoria para el estamento político, si quiere evitar errores de elevado precio. En la próxima sección analizamos precisamente la relevancia de la tasa de interés en la economía.

LA TASA DE INTERÉS COMO VARIABLE ECONÓMICA

De las múltiples variables que operan en una economía, una en especial ejerce particular preponderancia sobre prácticamente todas las demás: la tasa de interés. Comúnmente relacionada con el costo del dinero o préstamo bancario (tasa de interés activa) y con el rendimiento de los ahorros (tasa de interés pasiva), la realidad es que su influencia alcanza, incluso, al valor del tipo de cambio en una economía que no tenga restricciones en los flujos de moneda extranjera y, en general, hasta el nivel y variación de la relación de precios de los bienes y servicios producidos. Su importancia, por ende, radica precisamente en ese amplio espectro de influencia en materia económica. Su definición está estrechamente vinculada al valor del dinero en el tiempo, tanto para el que solicita un dinero hoy para pagarlo a futuro (inversionista), como para el que exige una compensación por postergar su consumo en el tiempo (ahorrista), y es esta su concepción más ampliamente conocida desde que existe el intercambio entre los seres humanos.

Una interesante variante al concepto de tasa de interés fue introducida por el economista sueco Knut Wicksell (ed. 1936) a finales del siglo XIX: la tasa “natural” de interés. Wicksell definió esta tasa natural como una “cierta tasa de interés en préstamos que resulta neutral con respecto a los precios de los bienes, y no tiende a incrementarlos ni disminuirlos” (traducción libre). Resulta obvio que es una definición bastante abstracta, sobre todo a la luz de lo que comúnmente se entiende por tasa de interés. La clave para entender el concepto de tasa natural está en su

neutralidad con respecto al efecto sobre los precios, en términos de que no los presiona ni al alza ni a la baja. Pensemos en el ejemplo de una tasa de interés para préstamo de vehículos, que muchos compradores consideran relativamente baja. El resultado será una gran demanda de vehículos financiados mediante créditos, lo que, en una situación sin controles de precios y dada una cierta producción de automóviles, conllevaría un incremento en el precio de los mismos. Podemos entonces decir que esta tasa de interés no es la “natural” porque terminó por afectar el precio del bien. Lo contrario ocurriría si la tasa de interés se considera relativamente alta. Se entiende entonces que la tasa natural de interés es aquella que resulta de una economía en equilibrio donde demanda y oferta se “compaginan” o equilibran de forma tal de que todo lo que se produce se consume sin necesidad de afectar los precios. Se trata, por ende, de la tasa de interés de equilibrio de la economía o tasa de interés de equilibrio de largo plazo.

Hoy en día el concepto de tasa natural de interés está siendo retomado por los responsables de la política monetaria en diferentes países, en claro reflejo de la importancia incuestionable que tiene el conocer y respetar los equilibrios naturales de cada economía (Taylor, 1993; Laubach y Williams, 2001; Archibald y Hunter, 2001, entre otros). Más aun, lo relevante de pensar en los equilibrios naturales o de largo plazo de una economía como lo determinante y fundamental al momento de definir objetivos de política económica, radica en reconocer que la manipulación de las variables económicas solo puede tener efectos muy temporales y que tales equilibrios naturales únicamente pueden ser alterados mediante cambios estructurales, muchos de ellos ajenos incluso a aspectos económicos. En particular, en lo que respecta a la tasa de interés real de equilibrio de largo plazo o tasa natural, r , la teoría económica nos indica que esta variará en forma directa en respuesta a cambios en parámetros de preferencias o tecnológicos:

$$r = f(q, n, \varphi) \quad q, n, \varphi > 0$$

donde q es la tasa de cambio tecnológico, n la tasa de crecimiento poblacional y φ la tasa de preferencia en el tiempo. Sin embargo, otras variables también resultan igualmente importantes en la determinación de la tasa de interés de equilibrio de largo plazo, como las políticas de Estado en materia de salud, educación y bienestar social, organización industrial, acuerdos comerciales entre países, etc. De lo anterior se infiere que cada país presenta una tasa de interés de equilibrio que refleja sus propias variables estructurales y su propia historia socioeconómica, y ello no es alterable mediante ninguna política económica de corto alcance. No quiere ello decir

que los países no puedan uniformar criterios, por ejemplo, en materia educativa o de salud, e incluso impulsar acuerdos comerciales y organizaciones industriales más o menos homogéneos. Simplemente significa que encontraremos variables muy propias de cada economía, con alta significación en la conformación de su tasa de interés de largo plazo. Tal es el caso de una variable que está profundamente atada a la historia socioeconómica y política de cada país y que, por lo general, no recibe la importancia que debería en virtud de su carácter determinante en el campo económico: la tasa de preferencia temporal de los consumidores, φ . Sobre este punto, a continuación.

Tasa de preferencia temporal

¿A qué se deberá el hecho de que, por ejemplo, en 1998 los alemanes ahorraron 16% de su ingreso a una tasa de interés por los ahorros de 2,9%, mientras que los ingleses lo hicieron en 6,4% a una tasa de 4,5%? ¿Será por motivos puramente económicos o existen temas culturales que condicionan el accionar de unos ciudadanos más allá de la lógica económica? Preguntas como estas nos llevan a indagar las motivaciones socioeconómicas y socioculturales que pudieran explicarnos comportamientos sociales que, en algunos casos, parecieran ir contra la lógica económica. Siguiendo con el ejemplo del ahorro, sabemos que ahorrar supone posponer un consumo presente por un consumo futuro, a cambio de una compensación (tasa de interés del ahorro) por el sacrificio realizado. Pero, ¿cómo hay sociedades dispuestas a un mayor ahorro, incluso a tasas de interés menores comparativamente con otros países de igual o mayor desarrollo? ¿Qué factores intervienen para que algunas sociedades estén más dispuestas que otras a sacrificar el presente por la promesa de un futuro? El psiquiatra estadounidense George Ainslie (1975), en un interesante estudio sobre el tema de la impulsividad en el ser humano, nos indica que los incentivos para adoptar comportamientos de autocontrol resultan en buena medida por la presión social del entorno. Pensemos entonces en sociedades que les ha tocado enfrentarse a devastadores períodos de guerra o reiteradas catástrofes naturales y que debido a ello se han visto obligados a seguir un comportamiento acumulativo más allá de la lógica económica. Desarrollan así un comportamiento de autocontrol como parte de los valores individuales de la ciudadanía, que se traduce en tasas de ahorro que muy poca relación guardan con la lógica económica expuesta en los libros de textos. En estas sociedades, el futuro es valorado con particular importancia en relación con el presente, por lo que su

tasa de preferencia temporal φ (en relación con el presente) resulta relativamente baja al comparársele con los países que sobrevaloran el presente en relación con el futuro. Además de la presión del entorno social, producto, por ejemplo, de hechos históricos, Becker y Mulligan (1997) resaltan otras variables como el nivel de riqueza familiar, el nivel educativo, la tasa de mortalidad, etc., que igualmente resultan determinantes en la formación de la percepción del futuro con respecto al presente en los individuos de una sociedad. Estos son claros ejemplos de factores más culturales que económicos, que intervienen de forma directa y determinante en la toma de decisiones económicas de una sociedad.

La relevancia de los estudios de Ainslie, de Becker y Mulligan y de muchos otros que han analizado el impacto de lo cultural en lo económico, no es otro que el resaltar que las sociedades presentan distintas valoraciones del futuro con respecto al presente y, dado que esas valoraciones o tasas de preferencias temporales determinan cuánto consumo presente se pospone para el futuro, las tasas de ahorro son por ende igualmente un reflejo no solo de factores económicos, sino también culturales, que variarán entre países de la misma forma en que varían los aspectos culturales de cada sociedad. Luego, siendo la tasa de preferencia temporal una integrante de la tasa natural de interés, tal como lo expresa la ecuación arriba señalada, no podemos sino esperar distintas tasas naturales (de equilibrio) de interés entre países. Y si no hay política económica capaz de “igualar” las historias y culturas entre países, tampoco hay política económica capaz de igualar las tasas de equilibrio o naturales de interés entre países. Cada país tendrá su propia tasa natural de interés, de la misma manera que tienen su propia historia y su propia cultura. Desconocer esta realidad constituyó una ingenuidad de parte de los políticos europeos arquitectos del euro. La realidad se impuso sobre los buenos deseos.

La tasa natural de interés en la práctica

A esta altura de la exposición la pregunta más *natural* que podemos hacernos es: ¿Cuál era la tasa natural de interés para España, Portugal, Grecia, Irlanda y Alemania en el año 1998, exactamente el año previo al inicio de la eurozona?² La pregunta es relevante porque nos permitirá evaluar la coherencia de la política monetaria del BCE justo antes del inicio de la UEM, en términos de si las tasas

² Año 2000 para el caso de Grecia, ya que su ingreso a la eurozona ocurre el 1º de enero de 2001.

naturales de cada país reflejaban sus respectivas realidades económicas. Se trata simplemente de contrastar entre las tasas de interés de largo plazo que registraban cada una de estas economías y las que debieron haberse registrado, dadas las particularidades socioeconómicas y culturales de cada una de ellas. De las diversas metodologías que pueden existir para medir la tasa natural de interés en un país, con frecuencia se emplea el método expuesto por Taylor (1993), principalmente por haber sido este quien puso el tema nuevamente en la agenda de discusión académica. Según el autor, la tasa de interés *nominal*, i , de un país y en cualquier momento dado es igual a:³

$$i = \dot{p} + 0,5y + 0,5(\dot{p} - \dot{p}^*) + r$$

Donde y es la desviación porcentual del PIB real con respecto del PIB real potencial, \dot{p} representa la tasa de inflación del último año y \dot{p}^* la tasa de inflación objetivo, y r la tasa interés natural o de equilibrio de largo plazo. Sin entrar en el análisis sobre la estructuración de esta ecuación, simplemente notemos la relación directa entre la tasa natural y la tasa nominal de interés, por lo que el conocimiento de una de ellas nos permitirá derivar el de su contraparte, conocido el resto de los componentes de la ecuación. Dado que se tiene la tasa de interés de equilibrio o natural, llamada de convergencia de largo plazo por el BCE, tomaremos dicho dato para derivar cuál debería ser la tasa de interés nominal de corto plazo, i , acorde con dicha tasa natural, para luego compararla con la tasa nominal efectivamente registrada.⁴ Diferencias entre la tasa nominal registrada y la que debió ser, dada una tasa natural o de equilibrio de largo plazo, serán reflejo de incoherencias en la política monetaria del BCE.

Partiendo de la formulación de Taylor, derivaremos cuál debió haber sido la tasa nominal de interés de corto plazo para cada uno de los países bajo análisis en el año 1998,⁵ justo previo al inicio de la eurozona. La tasa de inflación objetivo queda definida en el punto de los *Criterios de convergencia* del Tratado de Maastricht, que establece que *la inflación media no debe sobrepasar en más de 1,5%*

³ En el estudio de Taylor, i es la tasa de los fondos federales.

⁴ Simplemente invertimos el orden de la pregunta. En lugar de obtener la tasa natural a partir de la tasa de corto plazo, obtenemos la de corto plazo a partir de la “natural”, ya definida por el BCE. De existir incoherencia en la política monetaria, ello se reflejará independientemente de cuál de las dos tasas sea derivada a partir de su contraparte.

⁵ Año 2000 para el caso de Grecia.

la de los tres Estados miembro que presenten los mejores resultados en materia de estabilidad de precios. En el año 1999, los países con los registros más bajos y estables en materia de precios fueron Alemania, Francia y Austria, con un promedio de 0,57 (Eurostat). La información de la desviación porcentual del PIB real con respecto del PIB real potencial, y fue suministrada por el World Economic Outlook Database del Fondo Monetario Internacional. Finalmente, la UEM establece una tasa de interés de largo plazo (10 años) que debe cumplir el cuarto *criterio de convergencia*, a saber, que la tasa de interés media nominal de largo plazo no debe superar en más de 2% el de los tres Estados miembro que presenten los mejores resultados en materia de estabilidad de precios. Emplearemos dicha tasa de interés de largo plazo o de convergencia, como la tasa natural definida por la autoridad monetaria (BCE) para cada uno de los países bajo análisis.

El cuadro a continuación refleja los siguientes valores para el año 1998:⁶ en su segunda columna la tasa natural definida por la autoridad monetaria; la tasa nominal de corto plazo (90 días) *efectivamente* registrada en la tercera columna; mientras que en la cuarta columna se muestra la tasa nominal de corto plazo, según la ecuación de Taylor, *i* que debió haberse registrado si, incluso, partiendo de unas tasas naturales o de largo plazo definidas por el BCE se hubiesen tomado en consideración diferencias tan determinantes como la inflación o el crecimiento económico de cada uno de los países bajo análisis.

	Tasa convergencia largo plazo (Bono 10 años)	Tasa corto plazo registrada (90 días)	Tasa corto plazo "Taylor"	Diferencia porcentual %
Alemania	4,57	3,34	5,18	55
Irlanda	4,8	3,33	7,66	130
Grecia**	6,10	5,11	12,55	146
España	4,83	3,36	7,24	116
Portugal	4,88	3,37	7,90	134

** Dado que Grecia ingresa en la eurozona el 1º de enero de 2001, se evalúa para el año 2000.

La última columna refleja las diferencias entre la tasa de interés de corto plazo efectivamente registrada y la derivada de la ecuación de Taylor. Se observan

⁶ Año 2000 para el caso de Grecia.

diferencias importantes entre lo ocurrido y lo que “debió” ocurrir, siendo el caso alemán el que presenta menor distorsión. Estos resultados reflejan una incoherencia por parte del BCE en su política monetaria: para poder tener las tasas de interés naturales o de equilibrio presentadas en la segunda columna, el BCE debió promover tasas de interés de corto plazo más acordes con las realidades económicas de cada país (columna 4), en lugar de aquellas efectivamente registradas. De haber sido ese el caso, la demanda de crédito hubiese sido definitivamente menor en los países “periféricos” y, posiblemente, la crisis de la eurozona no hubiese llegado a los niveles que llegó o, incluso, no hubiese ocurrido.

CONCLUSIÓN

El proyecto de la eurozona y su intento por hacer converger los niveles de desarrollo socioeconómico de sus países miembro, se encuentra en su hora más crítica. La crisis del sector hipotecario estadounidense en el verano de 2007, puso en entredicho la sostenibilidad del rápido crecimiento observado desde la década de los noventa en los llamados “países periféricos”, que incluyen a Portugal, España, Grecia e Irlanda. Entre los múltiples factores que podrían explicar esta inesperada crisis, comúnmente se mencionan el excesivo gasto público en Portugal, la hipertrofia del sector inmobiliario en España e Irlanda, así como el insostenible sistema de seguridad social en Grecia. Sin embargo, más que causas, estas razones podrían más bien resultar consecuencias de alguna otra “causante común” aun sin identificar. En particular, al realizar un análisis comparativo entre los mencionados países “periféricos” y Alemania, notamos una profunda asimetría en lo que a la evolución de variables económicas se refiere. A manera de ejemplo, si en 1999 el PIB real per cápita de Alemania era 25% superior al español, 82% superior al griego y 77% superior al portugués, para el año 2012 las secuelas de la crisis ampliaron esas brechas, superando la economía alemana a la española en 35%, y más que doblando a la griega y portuguesa en 102% y 104%, respectivamente. Importantes diferencias se perciben también en variables tan relevantes como la tasa de inflación, la de ahorro doméstico y la productividad laboral. Sin embargo y a pesar de la escasa o nula convergencia en el desarrollo económico entre los países menos desarrollados de la eurozona (periféricos) con los más avanzados (Alemania, Francia), llama la atención la inusual y marcada convergencia a la baja en las tasas de interés de largo plazo para todos los países de la eurozona. Si bien es cierto que esta convergencia es el resultado de un condicionante para poder formar parte de la eurozona, no es menos cierto que las mismas deben siempre

reflejar características económicas y culturales propias de cada economía, para poder ser llamadas “de largo plazo”. La propuesta que este ensayo plantea es que la autoridad monetaria europea *indujo* tal convergencia a la baja en los tipos de interés, abaratando de manera artificial los costos de financiamiento crediticio de corto plazo y, de esta forma, impulsando un endeudamiento público y privado masivo e insostenible.

La recomendación de política económica que se deriva del análisis aquí presentado, no puede ser otra que la de entender que cada economía tiene sus propios equilibrios naturales o de largo plazo, por lo que las autoridades económicas deben permitir tasas de interés de corto y largo plazo que sean expresión fidedigna de tales realidades económicas. Más aun, no se pueden alterar los equilibrios naturales de una economía mediante una simple manipulación de variables nominales.

Queda, para futuras investigaciones, indagar sobre el bajo impacto que las facilidades crediticias, de las que disfrutaron los países de la periferia europea, no se tradujeron en el desarrollo económico equilibrado y diversificado que se esperaba.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AINSLIE, G. (1975). “Specious reward: A behavioral theory of impulsiveness and impulse control”. *Psychological Bulletin*, julio, pp. 463-496.

ANDREONI, J., KUHN, M. y SPRENGER, C. (2013). “On measuring time preferences”. NBER WP 19392, agosto.

ARCHIBALD, J. y HUNTER, L. (2001). “What is the neutral real interest rate and how can we use it?” *Federal Reserve Bank of New Zealand*, vol. 64, n° 3, pp. 15-28.

BAER, W., DIAS, D. y DUARTE, J. (2012). “The economy of Portugal and the European Union: From high growth prospects to the debt crisis”. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, <http://dx.doi.org/10.1016/j.qref.2012.06.002>

BECKER, G. y MULLIGAN, C. (1997). “The endogenous determination of time preference”. *The Quarterly Journal of Economics*, agosto, pp. 729-758.

JUSTINIANO, A. y PRIMICERI, G. (2010). "Measuring the equilibrium interest rate". *Economic Journal*, 1Q, pp. 14-27, Federal Reserve Bank of Chicago.

KELLY, M. (2007). On the likely extent of falls in Irish home prices. UCD Centre for Economic Research, Working Paper Series, WP07/01, febrero.

LAUBACH, T. y WILLIAMS, J. (2001). *Measuring the natural rate of interest*. Board of Governors of the Federal Reserve System, noviembre.

NEAL, L. y GARCÍA-IGLESIAS, M.C. (2003). "The economy of Spain without and within the European Union: 1945-2002". *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 43, pp. 755-773.

OLTHETEN, E., SOUGIANNIS, T., TRAVLOS, N. y ZARKOS, S. (2013). "Greece in the Eurozone: Lessons from a decade of experience". *The Quarterly Review of Economics and Finance*, mayo.

TAYLOR, J. (1993). "Discretion versus policy rules in practice". Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, 39, pp. 95-214.

WICKSELL, K. (1936). *Interest and prices*. London: Macmillan. Traducción de la edición de 1898 por R.F. Kahn, p. 102.