



**Traducción**

**¿Se dirige Europa hacia otra crisis?**

**Project Syndicate**

8 de septiembre de 2022

La gran pregunta es una nota habitual en la que los comentaristas de Project Syndicate abordan de manera concisa un tema oportuno.

Las evaluaciones sombrías de las perspectivas de la economía europea pueden invocar una sensación de déjà vu. ¿La inminente escasez de gasolina, la profundización de la crisis del costo de vida y una posible desaceleración del crecimiento llevarán a la eurozona al borde del abismo?

En esta gran pregunta, le preguntamos a Willem H. Buiter, Megan Greene, Daniel Gros y Paola Subacchi qué tan amargo debería ser el invierno en Europa.

**Willem H. Buiter<sup>1</sup>**

La eurozona se dirige a una crisis de deuda soberana. La lista de países fiscalmente frágiles incluye a Italia (que concluyó el primer trimestre de este año con una deuda pública bruta del 152,6 % del PIB), Grecia (189,3 % del PIB, pero con una duración media más larga), Portugal (127 %), España (117,7 % del PIB. %), Francia (114,4 %), Bélgica (107,9 %) y Chipre (104,9 %). La crisis podría volverse existencial, si la deuda soberana insostenible desencadenara una salida de la eurozona, por ejemplo, por parte de Italia, lo que llevaría a buen término el llamado riesgo de redenominación.

La deuda soberana puede volverse insostenible debido a las malas perspectivas de crecimiento, las tasas de interés libres de riesgo más altas, las primas de riesgo soberano más altas y la falta de capacidad fiscal. Sin Mario Draghi a cargo, es probable que Italia no pueda hacer "lo que sea necesario" para permanecer en la eurozona. El riesgo de una crisis de deuda pública aumenta aún más por la probable respuesta política a la inminente crisis energética europea: alguna combinación de pagos de transferencias, recortes de impuestos y controles de precios de la energía, todo lo cual ampliará los déficits públicos.

Una forma de evitar una crisis de deuda soberana en la eurozona es socializar los déficits de los estados miembros fiscalmente débiles haciendo permanente NextGenerationEU, el programa de financiación de emergencia creado para ayudar a hacer frente a los efectos de la pandemia de COVID-19. Impulsar los recursos fiscales centrales de la UE anualmente en alrededor del 3 % del PIB (450 000 millones de euros (445 000 millones de dólares) en 2022) podría funcionar. Pero es políticamente improbable.

Alternativamente, el Banco Central Europeo podría continuar comprando deuda de estados miembros fiscalmente frágiles y abstenerse de elevar la tasa de política al nivel necesario para lograr

---

<sup>1</sup> Willem H. Buiter, asesor económico independiente, es ex miembro del Comité de Política Monetaria del Banco de Inglaterra y ex economista jefe de Citigroup.



su objetivo de inflación. Las compras de deuda soberana de la zona euro en 2020 y 2021 representaron el 120 % de la emisión neta de deuda soberana.

Pero el uso de facilidades como Transacciones Monetarias Directas y la Iniciativa de Protección de Transacciones con fines de rescate fiscal, en lugar de prevenir la fragmentación del mercado y salvaguardar la "unidad del mecanismo de transmisión monetaria", no sería políticamente aceptable en Alemania u otros países fiscalmente (auto-) Estados miembros justos. Se impugnaría ante los tribunales constitucionales nacionales y ante el Tribunal de Justicia de la UE.

Las cosas se ven sombrías.

### **Megan Green<sup>2</sup>**

La eurozona se dirige absolutamente a otra crisis, aunque puede que no sea inminente. Si el proyecto del euro vive o muere, siempre se iba a decidir en Roma, y es probable que surjan las próximas elecciones italianas, que probablemente producirán un gobierno de coalición de centro-derecha encabezado por los Hermanos de Italia (Fdi). Debido a que la Fdi tiene sus raíces en el partido fascista de Mussolini, su liderazgo puede hacer que los inversionistas protesten.

Sin embargo, el nuevo gobierno de Italia tendrá muy poco margen de maniobra. Cualquier espacio fiscal deberá utilizarse para reducir los costos de energía y aliviar la crisis del costo de vida. El Banco Central Europeo ha sido el único comprador real de deuda italiana desde que golpeó la pandemia, y los inversores extranjeros han utilizado su apoyo para reducir su exposición a Italia. Pero el BCE no va a financiar políticas como un impuesto único o una edad de jubilación más temprana en Italia. Y el uso del Instrumento de Protección de Transmisión del BCE para reducir los diferenciales italianos requeriría que el gobierno italiano se adhiera a las normas fiscales de la UE. Si el nuevo gobierno intenta burlar estas reglas, la pérdida de acceso al mercado lo obligaría a volver a la normalidad. La alternativa sería prepararse para abandonar el euro, algo que un gobierno de centroderecha no querría hacer.

Las debilidades de la eurozona son fundamentales. La Unión Europea ha cambiado significativamente desde 2010, con la creación del Mecanismo Europeo de Estabilidad y la introducción de NextGenerationEU, que estableció un mecanismo único de resolución y supuso la emisión de deuda conjunta. Pero Europa aún carece de unión fiscal, bancaria y política. Y persiste la resistencia a perseguir estos objetivos, como lo demuestra la oposición de los países del norte de Europa a utilizar NextGenerationEU como modelo para un esquema para financiar la transición verde y un mayor gasto en defensa. Sin estos otros tipos de unión, siempre habrá otra crisis en la eurozona.

### **Daniel Gros<sup>3</sup>**

No. El adagio apropiado aquí es: "La historia no se repite, pero a menudo rima".

---

<sup>2</sup> Megan Greene, miembro principal de la Escuela de Gobierno John F. Kennedy de la Universidad de Harvard, es miembro del Comité de Respuesta a Crisis Regenerativas.

<sup>3</sup> Daniel Gros es miembro de la junta y miembro distinguido del Centro de Estudios de Política Europea.



Una repetición de la crisis del euro de 2011-12 es muy poco probable, porque los fundamentos son completamente diferentes. Hace una década, los países del sur de la eurozona tenían grandes déficits de cuenta corriente, lo que significaba que necesitaban grandes entradas de capital; cuando estos flujos se detuvieron, sus economías se hundieron y las vulnerabilidades de sus sistemas bancarios quedaron expuestas. Hoy, Italia tiene importantes superávits de cuenta corriente, su posición neta de activos extranjeros acaba de volverse positiva y sus bancos son mucho más fuertes.

Ahora vamos a la rima: durante una recesión, las primas de riesgo suelen aumentar para todos menos para los mejores prestatarios (aquellos con calificaciones AAA), un grupo que no incluye al gobierno de Italia. Con una relación deuda/PIB de más del 150%, Italia tiene una calificación soberana BBB. Durante el último año, la tasa de interés de los bonos del gobierno italianos a largo plazo aumentó casi tanto como la de los prestatarios BBB del sector privado. España y Portugal tienen una deuda más baja y, por lo tanto, disfrutaban de primas de riesgo mucho más bajas (alrededor de la mitad de las de Italia).

Pero estas primas de riesgo moderadas sobre la deuda a largo plazo no indican una crisis. La campana de alarma se disparó hace una década cuando los inversores exigieron una prima de riesgo sustancial para la deuda a corto plazo. No hay ninguna señal de que esto suceda en la actualidad.

Ante esto, no hacía falta el nuevo TPI, que el BCE dio a conocer a finales de julio. (Algunos han sugerido que TPI en realidad significa "Proteger a Italia", porque ningún otro país lo pidió). En cualquier caso, con o sin TPI, hay poco riesgo de otra crisis en la eurozona.

### **Paola Subacchi<sup>4</sup>**

La eurozona se enfrenta a un invierno difícil. La incertidumbre generalizada, derivada, sobre todo, de la guerra en Ucrania, para la cual no hay señales de resolución, implica importantes riesgos a la baja.

A pesar del progreso para aliviar las restricciones del lado de la oferta, Europa depende en gran medida de la energía de Rusia, que representó el 40 % de las importaciones de gas y el 27 % de las importaciones de petróleo en 2021. Ahora, Rusia ha decidido cerrar el gasoducto Nord Stream 1 indefinidamente. , y las importaciones europeas de petróleo ruso están bajo embargo.

Las industrias dependientes de la energía en la eurozona están luchando con precios altos y cuellos de botella en el suministro. El mes pasado, los precios de la energía subieron un 38% interanual y la inflación anual alcanzó el 9,1%, frente al 8,9% de julio. Los consumidores y los gobiernos se están preparando para una presión aún mayor sobre los niveles de vida durante los meses de invierno, cuando el consumo de energía deberá aumentar. Todo ello se refleja en una caída de la confianza empresarial y de los consumidores.

En general, sin embargo, la economía de la eurozona se encuentra en una forma razonablemente buena. A pesar de una desaceleración considerable de la actividad económica desde principios de 2022, se prevé que el PIB real crezca entre un 2,8 % y un 2,6 % este año, después de haber crecido

---

<sup>4</sup> Paola Subacchi, profesora de Economía Internacional en el Queen Mary Global Policy Institute de la Universidad de Londres, es autora de *The Cost of Free Money* (Yale University Press, 2020) y del reciente informe *China and the Global Financial Architecture: Keeping Two Tracks on Un Camino*.



## FUNCIÓN PÚBLICA

un 5,3 % en 2021 (cuando el repunte posterior a la pandemia impulsó la economía más sólida de la eurozona en los últimos 15 años). La OCDE espera que el PIB real aumente un 1,6 % en 2023, y el Fondo Monetario Internacional prevé un crecimiento del 1,2 %.

El impacto del cierre de Nord Stream 1, especialmente en los sectores manufactureros de Alemania e Italia, podría deteriorar esta perspectiva. Otra ronda de bloqueos de COVID-19 en China, el principal socio comercial de Alemania, podría empeorar aún más las cosas. Y la debilidad del euro, que se ha hundido casi a la paridad con el dólar estadounidense, encarecerá aún más las importaciones. Los aumentos en el costo de vida socavarán la demanda de los consumidores, aunque los hogares pueden amortiguar el impacto de los precios más altos recurriendo a sus ahorros.

Al mismo tiempo, es probable que el Banco Central Europeo endurezca la política monetaria solo gradualmente, y el efecto sobre el crecimiento económico será neutral en términos generales. Las empresas con pasivos significativos, especialmente aquellas en la industria de generación de electricidad, pueden tener dificultades para encontrar la liquidez que necesitan para capear la tormenta, pero esto no desencadenará efectos sistémicos.

Los vientos en contra seguramente son fuertes. Pero las políticas para mitigar los aumentos del costo de vida y proporcionar una red de seguridad para las empresas con problemas de liquidez deberían ayudar a minimizar el riesgo de un invierno de descontento y una recesión más perniciosa en Europa.