



# La crisis según De Grauwe

**El pánico en los mercados condujo al pánico de las autoridades europeas dictando políticas conducentes a la anorexia.**

Uno de los mejores y más respetados concedores de la génesis y desarrollo de la Unión Monetaria Europea es el profesor de la *London School of Economics*, Paul de Grauwe, antiguo diputado del partido liberal belga. El pasado noviembre, durante el acto de investidura como doctor honoris causa por la Universidad de Valencia, se ocupaba de los desiguales efectos de esta crisis sobre el norte y el sur de la eurozona, que transcribo más o menos literalmente. Una profunda brecha que es, en principio, económica: Un norte relativamente próspero, hasta ahora no muy afectado por la crisis de la deuda soberana, y un sur (incluyendo Irlanda), donde la crisis de la deuda ha golpeado con toda su fuerza, conduciendo a los países a la inestabilidad caracterizada por altos tipos de interés, austeridad presupuestaria, creciente desempleo y recesión.

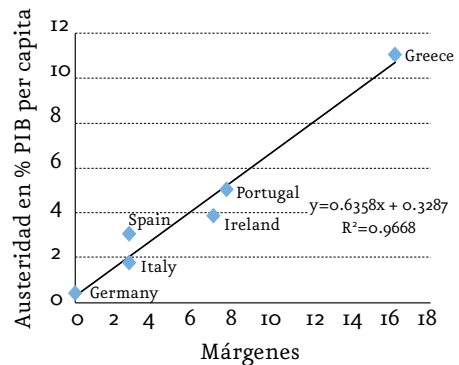
En paralelo, existe otra profunda división: la existente en los análisis sobre las causas y las soluciones a la crisis de la deuda soberana. La visión predominante en Alemania y sus satélites parte del diagnóstico de que la culpa de la crisis radica en el despilfarro de los gobiernos, que llevó a unos déficits y deuda excesivos. En el lado de los remedios, la

visión del norte es que se debe castigar a los gobiernos con el fin de que no intenten “volver a pecar”.

En un artículo reciente con Yuemei Ji (*“Panic-driven austerity in the Eurozone and its implications”*) ilustra las consecuencias de esa división. Sus conclusiones, a pesar de que algunas de ellas las he comentado hace poco (*“De-rrretidos”*), creo que merece la pena sistematizarlas aquí:

1º. Los mercados financieros han mandado: Las decisiones de austeridad adoptadas por las economías han estado estrechamente determinadas por los spreads de los bonos con los homólogos alemanes. A mayores diferenciales, mayor austeridad.

**Decisiones de austeridad y márgenes, 2011**



Fuente: Financial Times y Datastream.

2º. Esos mercados han estado impulsados por movimientos de “pánico y temor” con efectos ensanchadores so-

**EMILIO ONTIVEROS** es presidente de Afi y catedrático de Economía de la Empresa de la UAM.  
E-mail: eontiveros@afi.es

**TESORERÍA EMPRESAS**



**SI SU EMPRESA FUNCIONA COMO UN RELOJ, OBTIENE MÁS RENDIMIENTO**

RENTABILIDAD PARA SUS PUNTAS DE TESORERÍA CON DISPONIBILIDAD INMEDIATA

No pague ni el segundo centavo de más de cada fe pagado a sus proveedores. Evite los intereses de moroso o coste plazo de liquidación y aproveche cada minuto de actividad con total seguridad y disponibilidad.

**DEPÓSITO ÁGIL**

- Desde solo 6.000,00 €
- Usted elige y dispone de plazos de inversión entre 1 y 30 días
- 100% del capital invertido garantizado
- Sin comisión de cancelación
- Con tipos de interés muy atractivos, variables en función del plazo

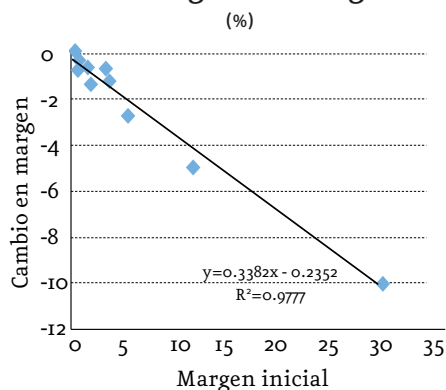
**UNIFOND DINERO, FI**

- Inversión mínima: 170,00 €, con aportaciones posteriores sin límite
- Sin comisiones de ningún tipo por suscripción o reembolso
- Disponibilidad inmediata



bre los diferenciales, más allá de lo que sería razonable por los fundamentos económico-fiscales de los países. Es en estas situaciones de pánico cuando los bancos centrales han de actuar. De hecho, cuando el BCE anunció en el verano del año pasado su disposición a hacerlo las cosas cambiaron, como se aprecia en el siguiente gráfico. La reducción de los diferenciales fue tanto mayor cuanto más elevado era el nivel inicial: cayeron más aquellos en los que mayor era el temor inicial.

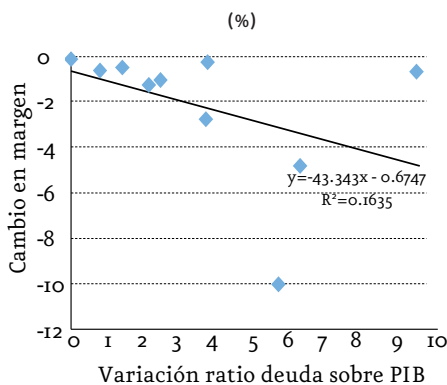
### Cambios en los márgenes vs márgenes iniciales



Fuente: Datastream (Oxford Economics).

3°. A pesar de que los diferenciales cayeron, el ratio de la deuda pública sobre el PIB siguió aumentando. Eso quiere decir que ese ratio no es un buen predictor de variaciones en los diferenciales.

### Variación en el ratio deuda pública sobre PIB frente a márgenes desde el 2º trimestre de 2012



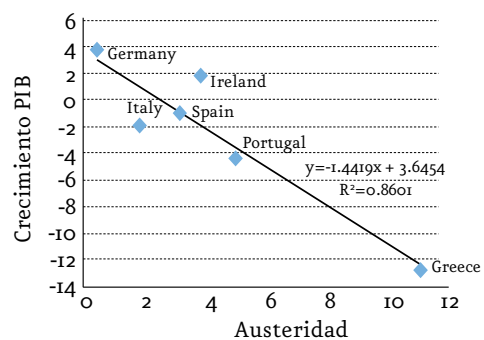
Fuente: Datastream (Oxford Economics).

O lo que es lo mismo: los descensos en la dichosa prima de riesgo desde el anuncio del BCE no parecen tener relación con variaciones en los ratios de deuda pública sobre el PIB. Fueron los sentimientos del mercado los que variaron los diferenciales. Y esos sentimientos fueron significativamente alterados cuando el BCE hizo acto de presencia.

4°. Esa evidencia cuestiona muy seriamente la pertinencia de las decisiones de los gobiernos de austeridad a ultranza, determinadas por los estados anímicos de los mercados financieros. El pánico en los mercados condujo al pánico de las autoridades europeas dictando políticas conducentes a la anorexia.

Pero, como se aprecia en el siguiente gráfico, esta austeridad no consiguió sus efectos deseados. En éste se verifica la estrecha relación entre las decisiones de austeridad introducidas en 2011 y el crecimiento del PIB en 2011-2012. Los países que introdujeron la austeridad más intensa también sufrieron las más pronunciadas caídas del PIB, algo que ya había demostrado el FMI.

### Austeridad y crecimiento del PIB, 2011-2012



Fuente: Financial Times y Datastream.

5°. Ocurre, además, que esas decisiones no han conseguido sus objetivos de saneamiento de las finanzas públicas. En realidad, como se aprecia en el siguiente gráfico, cuanto más duras han sido las medidas de austeridad, mayor ha sido el subsiguiente incremento en los ratios de deuda pública

**TESORERÍA EMPRESAS**



**SI SU EMPRESA FUNCIONA COMO UN RELOJ, OBTIENGA MÁS RENDIMIENTO**

RENTABILIDAD PARA SUS PUNTAS DE TESORERÍA CON DISPONIBILIDAD INMEDIATA

No pague ni el segundo centavo de más de cada fe pagado a sus proveedores. Descuentos de facturas de manera o corto plazo de liquidez y aproveche cada minuto de rentabilidad con total seguridad y disponibilidad.

**DEPÓSITO ÁGIL**

- Desde solo 6.000,00 €
- Usted elige y dispone de plazos de inversión entre 1 y 30 días
- 100% del capital invertido garantizado
- Sin comisión de cancelación
- Con tipos de interés muy atractivos, variables en función del plazo

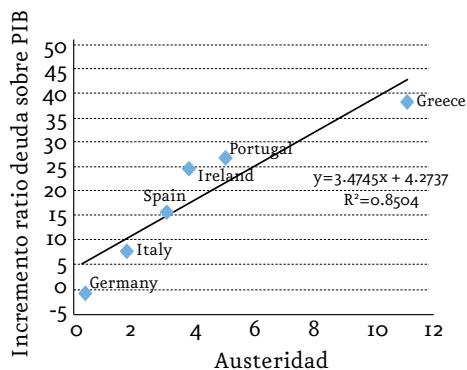
**UNIFOND DINERO, FI**

- Inversión mínima: 170,00 €, con aportaciones posteriores sin límite
- Sin comisiones de ningún tipo por suscripción o reembolso
- Disponibilidad inmediata



sobre PIB. Y es que el denominador no ha dejado de bajar, como ilustraba el gráfico anterior.

### Austeridad e incrementos en los ratios de deuda pública sobre PIB



Fuente: Financial Times y Datastream.

Nota: El ratio de la deuda griega excluye la reestructuración de la deuda de final de 2011 que alcanzó aproximadamente el 30% del PIB.

La conclusión deja lugar a pocas dudas: la austeridad produce recesiones y, por ello, no sana las finanzas públicas, sino todo lo contrario. Las autoridades alemanas deberían tomar buena nota de ello ::

## TESORERÍA EMPRESAS



**SI SU EMPRESA FUNCIONA COMO UN RELOJ, OBTenga MÁS RENDIMIENTO**

RENrABILIDAD PARA SUS PUNrAS DE TESORERÍA CON DISPONIBILIDAD INMEDIATA

No pierda ni un segundo cuando se trata de su dinero. Garantía a sus intereses. Disponibilidad inmediata de inversión a corto plazo de liquidez y aprobación de sus inversiones con total seguridad y disponibilidad.

**DEPÓSITO ÁGIL**

- Desde solo 6.000,00 €
- Usted elige y dispone de plazos de inversión entre 1 y 30 días
- 100% del capital invertido garantizado
- Sin comisión de cancelación
- Con tipos de interés muy atractivos, variables en función del plazo

**UNIFOND DINERO, FI**

- Inversión mínima: 170,00 €, con aportaciones posteriores sin límite
- Sin comisiones de ningún tipo por suscripción o reembolso
- Disponibilidad inmediata

