



Universidad
Zaragoza

Trabajo Fin de Grado

Análisis de las dinámicas de la Eurozona desde
la perspectiva del trilema macroeconómico,
financiero y político

Autor

Alba Salvatierra Casamayor

Director

Ernesto Clar Moliner

Facultad de Economía y Empresa
2024

RESUMEN

Durante el desarrollo de este Trabajo de Fin de Grado se realiza un análisis de las crisis experimentadas en la Eurozona desde su creación hasta la actualidad. Explicando la creación del euro a partir de la elección política del trilema de la política económica. La decisión de renunciar a la política monetaria autónoma revela la existencia de otros dos trilemas, el financiero y el político, que quedaron expuestos tras la crisis del 2008, resaltando la necesidad de atención para alcanzar la estabilidad en la unión monetaria.

Todo ello inmerso en el marco de la globalización como motor de crecimiento económico. Aunque a raíz de las últimas crisis, se puede observar un cambio de tendencia que examinaremos. Señalando consigo la diferencia de las dimensiones de la globalización y los distintos impactos de la globalización mediante el Índice de globalización KOF revisado – de jure y de facto – en la comprensión y resolución de los trilemas.

Palabras clave: trilema macroeconómico, trilema financiero, trilema político, integración, Índice de globalización KOF.

ABSTRACT

During the development of this Final Degree Project, an analysis is conducted on the crises experienced in the Eurozone from its inception to the present day. The creation of the euro is explained through the political choice of the economic policy trilemma. The decision to forgo an autonomous monetary policy reveals the existence of two additional trilemmas, financial and political, which were exposed following the 2008 crisis, highlighted the need for attention to achieve stability in the monetary union.

All of this is situated within the framework of globalization as a driver of economic growth. However, considering recent crises, a shift in trend can be observed, which will be examined. This will highlight the differences in the dimensions of globalization and the various impacts of globalization through the revised KOF Globalization Index—de jure and de facto—in understanding the trilemmas and crises.

Keywords: macroeconomic trilemma, financial trilemma, political trilemma, integration, KOF Globalization Index.

ÍNDICE DE CONTENIDO

<u>1. INTRODUCCIÓN</u>	<u>4</u>
<u>2. MARCO TEÓRICO</u>	<u>7</u>
2. 1. EL TRILEMA DE LA POLÍTICA ECONÓMICA	7
2. 1. 1. EL TRILEMA FINANCIERO	10
2. 1. 2 EL TRILEMA POLÍTICO	12
<u>3. ANÁLISIS HISTÓRICO DE LA CREACIÓN DE LA UNIÓN MONETARIA</u>	<u>15</u>
3. 1. DEL SISTEMA DE BRETON WOODS AL SISTEMA MONETARIO EUROPEO	15
3. 2. DE LA CRISIS DEL SISTEMA MONETARIO EUROPEO A LA UNIÓN MONETARIA	17
<u>4. ANÁLISIS DE LAS DINÁMICAS DE LA EUROZONA A PARTIR DE LOS TRES TRILEMAS</u>	<u>19</u>
4. 1. LA GRAN RECESIÓN	19
4. 2. LA CRISIS DE DEUDA SOBERANA	23
4. 3. LA PANDEMIA DEL COVID-19	28
4. 4. NUEVOS DESAFÍOS	31
<u>5. LA GLOBALIZACIÓN Y SU RELACIÓN CON LOS TRILEMAS</u>	<u>35</u>
<u>6. CONCLUSIONES</u>	<u>38</u>
<u>7. BIBLIOGRAFÍA</u>	<u>40</u>
<u>8. APÉNDICE</u>	<u>44</u>

1. INTRODUCCIÓN

Durante los años sesenta M. Fleming (1962) y R. Mundell (1963) incorporaron el papel de los flujos de capital al modelo keynesiano de la política macroeconómica bajo una economía abierta, desarrollando el hoy conocido como modelo de Mundell – Fleming. Siendo este mismo una extensión del modelo IS - LM, al que se añadieron la relación entre la tasa de interés doméstica y los flujos de capital. Este modelo nos permite examinar cómo se determina el tipo de cambio, los flujos de exportaciones netas y el producto real describiendo las respuestas de una “pequeña” economía abierta. Concluyendo que, bajo un régimen de tipos de cambios fluctuantes, los países no tienen capacidad para controlar la política fiscal autónoma, así como bajo un régimen de tasas fijas, se renuncia al control sobre la política monetaria. Entendiéndose este principio como el “Trilema de la política económica” o el “Trilema macroeconómico”, donde no se puede controlar simultáneamente: tipo de cambio fijo, libre movimiento de capitales y una política monetaria independiente.

Extrapolando este principio al caso de la Eurozona, observamos una renuncia de la política monetaria independiente para cada país miembro. En otras palabras, el euro supone una pérdida de soberanía para cada miembro a cambio de estabilidad cambiaria, integración de los mercados y convergencia de precios, o globalización. Sin embargo, esta renuncia lleva consigo la eliminación de la capacidad de realizar reajustes del tipo de interés en caso de crisis, quedando únicamente con el poder de los instrumentos propios de la política fiscal: gasto e ingresos públicos.

Desde la formación de la Zona Euro, se ha producido una convergencia nominal de precios generalizada, a pesar de los distintos puntos de partida preinstalación de la moneda única. A pesar de esta convergencia, las diferencias estructurales entre los miembros provocan diferencias asimétricas en caso de perturbaciones monetarias comunes, lo cual, sumado a una mayor interdependencia, proporciona el escenario perfecto para la rápida y desigual distribución de crisis.

En 2007 comenzamos a observar una reducción de las tasas de crecimiento en Estados Unidos, que se harían extensivas a la eurozona a partir del 2008. Como respuesta a esta reducción del crecimiento, se comenzaron a aplicar una serie de políticas monetarias

expansivas, siguiendo las ideas keynesianas aprendidas de la Gran Depresión de los años treinta. Este conjunto de medidas se complementó con políticas fiscales expansivas, aumentando del gasto público para estimular la demanda, junto a la reducción de los ingresos públicos propia de las crisis. Además, se hizo patente la necesidad de un aumento de la regulación e integración bancaria, con la consiguiente necesidad de comprensión y resolución del “trilema financiero” para fortalecer y estabilizar la economía.

Aunque estas medidas lograron impedir el desplome de la demanda y la producción, con cierta recuperación macroeconómica en 2010 y 2011, tuvieron un importante efecto generalizado sobre las arcas públicas: aumento de los déficits y deuda pública en gran parte de los países desarrollados.

En el panorama mundial aparecieron dos trayectorias opuestas. Estados Unidos no volvió a obtener tasas negativas de crecimiento desde 2010, mientras que en la Eurozona se observó una nueva caída en 2012 y 2013, es decir, una segunda recesión causada por la concatenación de la crisis financiera con una crisis de deuda soberana. Los países con mayor déficit y endeudamiento público enfrentaron grandes dificultades para hallar financiación en los mercados, algunos teniendo que llegar a ser “rescatados” por el Banco Central Europeo y el Fondo Monetario Internacional, a cambio del compromiso de aplicar políticas fiscales muy restrictivas conocido como Políticas de Austeridad.

A partir de 2014, comenzamos a observar nuevamente tasas de crecimiento positivas en la Eurozona gracias al buen comportamiento del sector exterior, impulsado por la depreciación real del euro que favoreció las exportaciones, políticas fiscales más neutrales, una política monetaria muy expansiva con una gran reducción de los tipos de interés, compra masiva de deuda de los Estados y la caída del precio del petróleo durante estos años. Pero esta crisis demostró una nueva incógnita a resolver dentro del denominado “trilema político”, abriendo el debate entre estado nación, democracia e integración.

La expansión de la pandemia causada por el COVID-19 volvió a cambiar la tendencia positiva de los últimos años, al producirse un shock en la oferta causada por la paralización de la actividad económica mundial, junto a un shock en la demanda al

confinar a los consumidores en sus viviendas, provocando un efecto dominó en toda la economía.

Estas dinámicas explicadas anteriormente, aunque propias del siglo actual, pueden entenderse desde el trilema macroeconómico como base para la formación de la unión monetaria y económica, así como pilar explicativo de la formación de otros trilemas como el político o financiero, debido a la necesidad de intentar obtener objetivos simultáneamente deseables, pero incompatibles de alcanzar conjuntamente, en un marco que presenta los mercados más globalizados de la historia económica mundial.

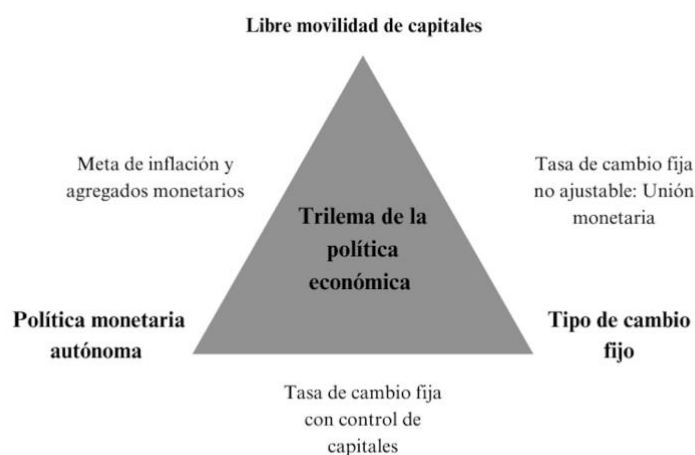
De este modo, trazaremos la trayectoria de la historia reciente de los países miembros de la Eurozona en el marco común de la globalización y desde una perspectiva macroeconómica, tratando de comprender, mediante estos tres trilemas, las dinámicas más relevantes acaecidas en este entorno, así como la relación de las medidas propuestas con estos. Intentando, asimismo, comprender hasta qué punto la globalización afecta tanto a las formulaciones teóricas como al propio crecimiento.

2. MARCO TEÓRICO

2.1 El trilema de la política económica.

Si ampliamos el modelo IS-LM, incorporando la balanza de pagos, encontramos la incompatibilidad de los gobiernos para alcanzar tres objetivos, todos deseables en sí mismos: tipo de cambio fijo, libre movilidad de capitales y existencia de políticas monetarias autónomas.

Diagrama 1: El trilema de la política económica.



Fuente: Elaboración propia.

Esto se produce cuando al estar bajo tipos de cambio flexibles, el Banco Central efectúa operaciones de compraventa de divisas para regular el mercado. Para lograr estabilidad económica en caso de recesión, será necesario incentivar la inversión mediante políticas monetarias expansivas que bajen el tipo de interés. Sin embargo, esta reducción del tipo de interés provoca una salida de capitales, un déficit fiscal, un déficit en la cuenta de capital y financiera de la balanza de pagos, así como una depreciación del tipo de cambio.

La depreciación del tipo de cambio tiende a mejorar la balanza comercial, estimulando por ende el ingreso y empleo, creándose un nuevo equilibrio. Como se suponen unas tasas de interés estables, el ingreso debe aumentar proporcionalmente a la oferta monetaria, siendo esta proporción la velocidad de circulación (Liquitaya Briceño & Gutiérrez Jimenez, s.f.).

Tabla 1: División sectorial y restricciones de R. Mundell

	Bienes	Reservas internacionales	Dinero	Valores
Gobierno	T-G	Tenencia de divisas por parte del Tesoro Nacional.	Desatesoramiento del sector público.	Endeudamiento público.
Sector Privado	S-I	Participación del sector privado en moneda extranjera.	Desatesoramiento del sector privado.	Endeudamiento privado.
Sector extranjero	M-X	Incremento en reservas internacionales.	Dinero de las explotaciones del sector extranjero en la producción nacional.	Salida de capital.
Banca	Contribución neta del sistema bancario a la cuenta corriente.	Venta de divisas.	Expansión monetaria.	Ventas de mercados abiertos.

Fuente: Mundell R. Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates. *The Canadian Journal of Economics and Political Science / Revue canadienne d'Economie et de Science politique*, Vol. 29, N° 4 (Nov., 1963). P. 476.

Fuente: Mundell, R.A. (1963). Capital Mobility and Stabilization Policy Under Fixed and Flexible Exchange Rates. *The Canadian Journal of Economics and Political Science*, 29, 475-485.

De acuerdo con Mundell (Mundell, 1963, p. 476), se consideran una serie de equilibrios y restricciones (Tabla 1) que muestran cómo se financia el gasto por sectores en una economía abierta. Apareciendo el siguiente flujo: El déficit presupuestario (T-G) se financia mediante un aumento de la deuda pública (desatesoramiento del sector público); el endeudamiento privado se produce por un exceso de inversión sobre el ahorro (S-I) que se financia mediante el desatesoramiento o endeudamiento del sector privado; el déficit de la balanza del capital (M-X) provoca una reducción de las reservas internacionales o importación de capital extranjero para financiar la compra de productos en el exterior, y por lo tanto, una reducción de la oferta monetaria.

Según la anterior explicación, para hallar el equilibrio del mercado de bienes y servicios, será necesario que la diferencia entre la inversión y el ahorro sea igual a la suma de los superávits presupuestarios y el déficit de la balanza comercial.

$$(T-G) = (I-S) = (M-X) = 0$$

De este modo, el mercado de divisas se encontrará en equilibrio cuando el sector exterior (M-X) y la banca puedan acumular el aumento de la deuda pública y privada, cuando el

aumento de las reservas se produzca a unas tasas aceptables para que el banco esté dispuesto a adquirirlas y el sector privado esté dispuesto a acumular el aumento de la oferta monetaria ofrecida por el sistema bancario.

Realizando una primera suposición de partida donde todos los mercados se encuentran en equilibrio, existiendo credibilidad en la política monetaria y libre movilidad de capitales. Nos encontraremos ante la posibilidad de utilizar la oferta monetaria como instrumento de control anti-inflacionista, así como corregir incidencias propias del ciclo económico. Pero si nos encontramos ante una trayectoria inestable debido a crisis hiperinflacionistas, la oferta monetaria deberá ser sustituida por el tipo de cambio, permitiendo que el tipo de interés se ajuste endógenamente al nivel de la economía de referencia.

Ante esta situación aparece el trilema anteriormente expuesto, partiendo de tres objetivos que, a pesar de ser deseables, son inalcanzables simultáneamente, debiendo renunciar a al menos uno de ellos:

1. Libre movilidad internacional de capitales.
2. Tipo de cambio fijo o con bandas de fluctuación.
3. Existencia de políticas monetarias autónomas.

La elección de la conservación de las políticas monetarias autónomas junto a estabilidad cambiaria obligará a fijar un tipo de interés en función del atractivo del sector interior respecto del exterior, tendiéndose a la salida o entrada de capitales. Para evitar que esta salida o entrada de capital afecte al tipo de cambio, el gobierno deberá controlar estos intercambios, renunciando a la libre movilidad de capitales.

En el caso de renunciar al tipo de cambio fijo, el gobierno decidirá su oferta monetaria para controlar el tipo de interés. Al existir la libre movilidad de capitales, los agentes económicos decidirán entre el mercado interior y exterior, dependiendo este atractivo del propio tipo de interés. En el caso de tener un mayor tipo de interés, se producirá un aumento de capital y de oferta monetaria que reducirá el tipo de cambio nominal (y viceversa), lo cual es incompatible con un tipo de cambio estable.

Por último, bajo un contexto de movilidad de capitales donde se fije el valor de la moneda, ante una crisis económica el gobierno decidirá reducir el tipo de interés para incentivar la

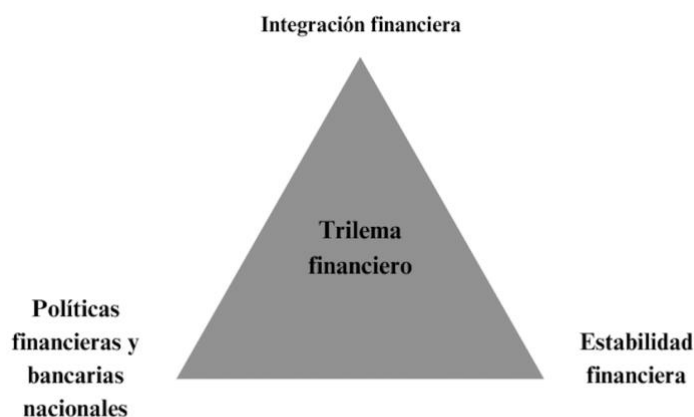
economía, disminuyendo la demanda de su moneda y creándose un exceso de oferta de la moneda en el mercado internacional donde el tipo de cambio no reflejará el valor real de la divisa. Aparecerán dos alternativas: la compra de moneda propia mediante las reservas, lo que probablemente cree un problema de escasez de oferta, o la devaluación y salida de la “unión monetaria” para poder depreciar la moneda.

2.1.1 El trilema financiero

Los políticos europeos no reconocieron las implicaciones de este trilema hasta junio de 2012. Aunque algunas de estas ideas ya fueron expuestas anteriormente por otros economistas como Ingram (1962), asegurando que la integración financiera provoca que los movimientos de capital impliquen pequeños cambios en la tasa de interés, facilitando el financiamiento y la asignación eficiente de recursos. Incluso Mundell (1973) y McKinnon (2004) donde postulaban que la existencia de moneda común permite diversificar ingresos y mitigar choques asimétricos (Mongelli, 2008, p. 2-3).

Las implicaciones de este trilema están unidas al macroeconómico, condicionando su viabilidad. Para su explicación hay que partir de la misma imposibilidad propia de los trilemas para alcanzar tres objetivos simultáneamente, siendo en este caso: integración financiera, estabilidad financiera y el mantenimiento de las políticas financieras y bancarias nacionales (Schoenmaker, 2011, p. 57-59).

Diagrama 2: El trilema financiero.



Fuente: Elaboración propia.

Debido al incremento de la integración financiera, las políticas externas se ven influenciadas por externalidades negativas generadas a partir de las políticas nacionales de regulación y supervisión al sólo tener en consideración el ámbito nacional. De este modo, debido a la falta de autoridad macroeconómica con jurisdicción mundial y con criterios armonizados comunes, es prácticamente imposible alcanzar la estabilidad financiera.

Pudiendo extraer tres principales relaciones que serán explicadas y analizadas en contexto a la crisis de deuda soberana donde quedan claramente representadas:

1. La integración financiera refuerza el vínculo bancos-soberano cuando la regulación, supervisión y presupuesto están bajo la responsabilidad nacional.
2. La integración financiera y el vínculo bancos-soberano a nivel nacional produce inestabilidad financiera derivada del efecto contagio.
3. La política monetaria común deja de ser funcional en un marco de fragmentación financiera.

Podemos concluir que la renuncia a la política monetaria autónoma sólo podrá proporcionar estabilidad macroeconómica y financiera si se establece un marco común de políticas financieras y bancarias en la unión monetaria creada. O bien revertir por completo la integración bancaria, reorganizando los bancos transnacionales en subsidiarias de carácter nacional totalmente independientes.

Bajo las premisas extraídas de este trilema, el Banco Central Europeo (BCE) y los países de la Eurozona acordaron la creación de una unión bancaria basada en dos principales pilares:

1. *Single Supervisory Mechanism (SSM)*, regulado por la Directiva 1022/2013
2. *Single Resolution Mechanism (SRM)*, regulado por la Directiva 806/2014.

Teniendo el SSM como principales objetivos la integración financiera y estabilidad, establecer una supervisión constante, así como garantizar la seguridad y solidez del sistema bancario europeo. Mientras que el SRM permite la resolución de los bancos en quiebra con costos mínimos para la economía real y los propios contribuyentes mediante

una junta de resolución y un único fondo de resolución financiado por el propio sector bancario.

Si aplicamos estos preceptos al marco correspondiente a la Unión Monetaria y a las medidas relativas a las crisis que se han ido produciendo desde su creación, queda patente el rechazo hacia el mantenimiento de las políticas fiscales y bancarias autónomas, buscando la integración bancaria europea con la misión de conseguir una verdadera integración que actúe como freno ante posibles crisis y su fácil efecto contagio en el contexto de la libre movilidad de capitales.

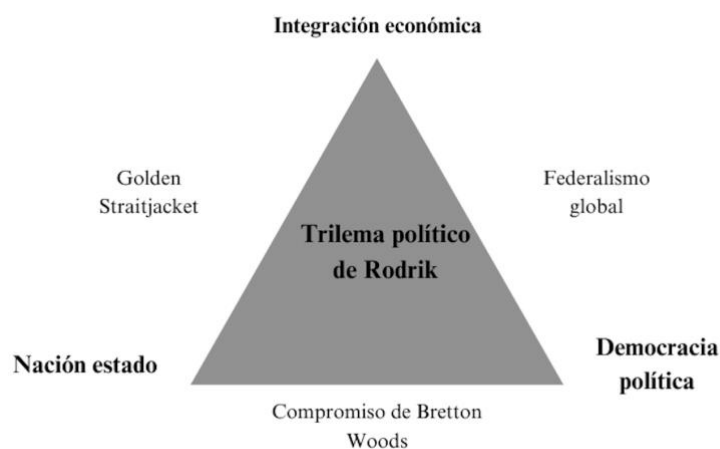
2.1.2 El trilema político o Trilema de Rodrik

Rodrik (Rodrik, 2011, caps. 9 y 10) sirviéndose del escenario de la primera globalización del siglo XIX, inmersa en el marco del librecambio y patrón oro, utiliza la victoria de los librecambistas ante las leyes proteccionistas de las Corn Laws y la apertura a la importación de cereal americano, para explicar este trilema. Para Rodrik el mejor ejemplo de globalización se encuentra en el periodo de Bretton Woods, aunque actualmente precisaría de actualizaciones, donde impera “The golden straitjacket” de Friedman, compuesta por el libre comercio, la libertad del mercado de capitales, la libre empresa y la existencia de un sector público reducido. Teniendo como conclusión una expansión de la economía a corto plazo a expensas de una reducción de la democracia.

Las razones de esta reducción de la democracia tienen como base la globalización, la cual requiere una minimización de los costes de transacción internacionales: costes de transporte, estabilidad cambiara, reducción de barreras, seguridad jurídica... A todo ello hay que sumar la necesidad de instituciones fuertes (infraestructuras, derechos de propiedad, legislación...) para el correcto funcionamiento de los mercados. Esta estructura gana complejidad cuanto más distantes sean las transacciones, pues ante mayores distancias más necesarias serán estas instituciones. Principalmente debido al hecho de que estas relaciones están basadas en la confianza y reciprocidad, la ética y las buenas costumbres, pudiéndose incluso precisar el arbitraje de terceros. Es decir, los instrumentos que precisan los mercados para ser eficientes sólo lo pueden dar los Estados Nación mediante la garantía de paz y seguridad, legislación y vigilancia, financiación y garantía.

Tras la Primera Guerra Mundial las naciones democráticas establecen obligaciones sociales y económicas con sus votantes por la formación del Estado de Bienestar y el establecimiento del sufragio universal, lo que obliga a establecer políticas que generan gastos de transacción e inhiben la globalización, pero fortalecen el Estado de Bienestar: Barreras no aduaneras, regulaciones bancarias, normas sanitarias, políticas industriales, políticas fiscale y restricciones a la movilidad, entre otras.

Diagrama 3: El trilema político de Rodrik.



Fuente: Elaboración propia.

Rodrik plantea el siguiente trilema: no es posible tener hiper-globalización, democracia política y un Estado nacional competente. Derivándose tres posibles alternativas: si se pretende preservar la democracia, se tiene que elegir entre soberanía nacional y globalización; si se pretende preservar el Estado Nación, se tiene que elegir entre democracia y globalización. Si se quiere preservar la globalización (híper), se debe sacrificar democracia política o Estado nacional.

En el caso de sacrificar la nación estado la gobernanza global pasaría a ser un federalismo global pero la complicación sería suprema, teniendo como ejemplos a reducida escala la organización de Estados Unidos con estados federales y un gobierno exterior único o la Unión Europea, pero que mantiene gobiernos nacionales. Si sacrificamos la globalización nos encontraríamos con un sistema similar al Bretton Woods y el GATT (*General*

Agreement on Tariffs and Trade) que seguía otorgando cierta soberanía, pero con limitaciones en el mercado global de bienes en sectores sensibles y limitaciones en el mercado de capitales con tipos de cambio fijos. Por último, en el caso de sacrificar la democracia, el cual remite a la “golden straitjacket”¹ donde al encontrarnos ante mercados perfectamente integrados, las políticas nacionales deben encontrarse en armonía con los estándares internacionales para no ser “marginados” de la economía mundial, aislando a organizaciones necesarias para la formulación de políticas eficaces y abandonando la política de masas por la integración económica y el estado nación, reduciendo las opciones de quienes se hallen en el poder a parámetros con márgenes muy estrechos.

Este planteamiento está directamente relacionado con la idea detrás del trilema macroeconómico, ya que la globalización entendida como libre movilidad de capitales y convergencia de precios obliga a la renuncia de la política monetaria autónoma y por tanto de soberanía por parte del Estado.

El problema que plantea Rodrik radica en que la gobernanza global, necesaria para el correcto funcionamiento de los mercados, en un entorno de globalización deja a los Estados con pocos grados de libertad, en manos de las finanzas globales y las multinacionales. Rodrik finalmente analiza el capitalismo, definiendo como capitalismo 1.0 al de fines de siglo XIX (en la línea de Smith) y comienzos del XX, y como capitalismo 2.0 al sistema organizado desde Bretton Woods (bajo la impronta de Keynes), con un rol activo de los Estados y de las políticas económicas y sociales de cada país. Pero, alegando que la hiperglobalización desde mediados de los años setenta ha reemplazado este capitalismo, limitando los acuerdos globales y la independencia de los Estados derivados de Bretton Woods. Esgrimiendo la solución como la construcción de un “nuevo Bretton Woods” (nombre de la localidad donde se alcanzó el acuerdo en que se basó el sistema monetario internacional de la posguerra a partir de 1944) o capitalismo 3.0, es decir, un sistema mixto en el espíritu del Bretton Woods donde aumente la dependencia de los mercados hacia los sistemas de gobernanza. Para Rodrik esta sería una de las formas de que el capitalismo superara la paradoja en la que la globalización lo ha dejado inmerso, reconectando a la economía global mediante la gobernanza global, sus instituciones y la política.

¹ Término acuñado por Thomas L. Friedman en *The Lexus and the Olive tree: understanding globalization (1)*

3. Análisis histórico de la creación de la Unión Monetaria Europea

3.1 Del sistema de Bretton Woods al Sistema Monetario Europeo (1944-1979)

Durante el periodo de entreguerras aparece un nuevo sistema de tipo de cambio en sustitución del patrón oro con el objetivo principal de reducir los efectos de la guerra en el mercado de capitales. Este sistema se caracterizará por ser un tipo de cambio fijo pero ajustable, reduciendo la rigidez del patrón oro anterior al permitir variaciones promedio de entre el 1% y el 10%. A su vez, se producirán grandes controles de capital, usándose la política monetaria como herramienta clave para la reducción de la inflación. Así como políticas fiscales expansivas para financiar la reconstrucción postbélica y el creciente Estado del Bienestar. Quedando patente la necesidad de creación de un sistema monetario internacional.

La búsqueda de estabilidad cambiaria mediante tipo de cambios fijos con bandas de fluctuación y políticas monetarias autónomas fue posible gracias al hermetismo propio del periodo de entreguerras, donde podemos ver una desglobalización y limitación de la movilidad de capitales. Es decir, podemos observar una estabilidad cambiaria y políticas monetarias independientes gracias a la renuncia de la libre movilidad de capitales, cumpliéndose el trilema de la política económica.

En este mismo entorno se crearán dos de las principales instituciones gracias a la búsqueda de la preservación de estos tipos de cambio: El Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Mundial (BM). Cuyos principales objetivos radicarían en la asesoría y concesión de préstamos, para evitar en última instancia las devaluaciones, siendo el último recurso ante los desequilibrios estructurales. Así como garantizar el libre comercio multilateral a través de la convertibilidad de las distintas monedas.

Este Sistema Monetario Internacional (SMI) se sustentaría en un compromiso cambiario cuya referencia era el oro, estando basado en la definición de un tipo de cambio fijo respecto al dólar con este metal (35\$ la onza de oro). Estableciendo las demás monedas tipos de cambio fijos bilaterales con respecto a la divisa estadounidense.

En 1958, seis países de la Europa Central (Tabla 2) firman el Tratado de Roma, constituyéndose la Comunidad Económica Europea (CEE). Pero a partir de los años

sesenta empezamos a apreciar la aparición de problemas para mantener esta estabilidad cambiaria, con desequilibrios en las balanzas de pagos por el aumento de la movilidad de capitales. Siendo especialmente resaltable el caso de EE. UU. como gran prestamista dentro del Banco Mundial que terminó por trasladar sus problemas macroeconómicos al resto del mundo, a consecuencia de su gran déficit exterior por el exceso de dólares que aumento la oferta monetaria e inflación, dejando de reflejar el tipo de cambio real.

Tabla 2: Incorporación de países a la CEE y al Mecanismo de Tipo de Cambio

Incorporación a la Comunidad Europea (CE) y al Mecanismo de Tipo de Cambio (MTC).

Países	Fechas de incorporación		Abandono temporal del Sistema Monetario Europeo / Reingreso
	Comunidad Europea	Mecanismo Tipo Cambio	
Bélgica	01-01-1958	13-03-1979	
Luxemburgo	01-01-1958	13-03-1979	
Alemania	01-01-1958	13-03-1979	
Francia	01-01-1958	13-03-1979	
Holanda	01-01-1958	13-03-1979	
Italia	01-01-1958	13-03-1979	17-09-1992 / 25-11-1996
Dinamarca	01-01-1973	13-03-1979	
Irlanda	01-01-1973	13-03-1979	
Reino Unido	01-01-1973	08-10-1990	17-09-1992
Grecia	01-01-1981	16-03-1998	
España	01-01-1986	19-06-1989	
Portugal	01-01-1986	06-04-1992	
Austria	01-01-1995	09-01-1995	
Finlandia	01-01-1995	12-10-1996	
Suecia	01-01-1995		

Fuente: Banco de España. (s. f.). La incorporación de España a la Comunidad Económica Europea (CEE).

Comienza así a surgir la idea de establecer una moneda única debido a las tensiones dentro del propio sistema que derivarán en la presentación en 1969 de el Plan Barre, mediante el cual los jefes de Estado o de Gobierno de la Comunidad Económica Europea (CEE) invitaron al Consejo de Ministros a desarrollar una estrategia para llevar este plan a cabo. El resultado fue el desarrollo del Informe Werner, publicado en 1970, que pretendía mediante una serie de etapas la creación de una unión monetaria a partir de 1980.

El deterioro del Sistema Monetario ideado bajo el Bretton Woods derivó en la firma del Acuerdo de Washington en 1971 tras el cual se fijaba la no convertibilidad del dólar en oro y la ampliación de los márgenes de fluctuación del +/- 1% al +/- 2,25%. De este modo, en diciembre de 1978 el Consejo Europeo reunido en Bremen aprobaría un intento de

aproximación hacia la unión monetaria, el Sistema Monetario Europeo (SME), que entró en vigor el 13 de marzo de 1979 (Vázquez, 2007, p. 33-38).

3.2. Del Sistema Monetario Europeo a la Unión Monetaria Europea (1979-1992)

En 1972 los países pertenecientes a la CEE connotados de los problemas derivados del establecimiento de tipos de cambio flexibles, por la integración del mercado, crearon la conocida como Serpiente Monetaria Europea para mantener la estabilidad en las cotizaciones cruzadas de las monedas de los países. Esta idea concebida para un acuerdo comunitario se vio reducida al marco alemán, cuyos desequilibrios internos provocaron un efecto contagio a distintos países, dentro y fuera de la CEE, con numerosas devaluaciones y revaluaciones dependiendo del momento del ciclo económico en el que cada uno de ellos se encontrara.

En marzo de 1979 aparecerá el Sistema Monetario Europeo con la idea de estabilizar y evitar la volatilidad de los tipos de cambio, participando todos los integrantes del CEE a excepción de la libra esterlina.

El funcionamiento del SME estaba basado en tres pilares fundamentales: una moneda de referencia, ecu, cuyo valor residía en la media ponderada de las monedas integrantes; unos tipos de cambio estables ajustables y definidos en función del ecu (permitiéndose unas bandas de fluctuación de $\pm 2,25\%$); un fondo conjunto como mecanismo de obtención de crédito formado a partir de transferencias del 20% de las reservas de divisas y oro de cada país miembro.

Tras la adopción del Acta Única Europea en 1986 que establecía un calendario para la adopción del mercado único y subrayaba la necesidad de la formación de una unión monetaria. Parecía que el SME había conseguido sus objetivos con una cierta convergencia nominal con un progreso hacia la libre circulación de capitales.

El primer problema al que se enfrentó el SME fue la crisis del petróleo que trajo consigo déficits en la cuenta corriente y alzas inflacionistas, aunque el efecto fue asimétrico en los distintos países integrantes, aumentando la divergencia y acentuando tensiones dentro del sistema. Además de una devaluación del dólar en el verano de 1979 que desencadenó

una serie de variaciones de los tipos de cambios mundiales hasta 1987, haciéndose necesario este mismo año el reforzamiento técnico del SME como un aumento de las intervenciones de los bancos centrales para mantener los tipos de cambio dentro de las fluctuaciones o la flexibilización en la concesión y devolución de crédito.

El 7 de febrero de 1992, con la firma del Tratado de la Unión Europea (TUE) en Maastricht, donde se constituye la Unión Europea (UE), pero las condiciones del Tratado desencadenarán un proceso de crisis debido al “no” del pueblo danés respecto a la adopción de este. Sumado a la reunificación alemana, que había desencadenado tensiones inflacionistas que provocaron un subido de los tipos por parte del Bundesbank, provocarían un ambiente de incertidumbre y falta de confianza en el sistema.

Teniendo como consecuencia la salida de la libra esterlina y la lira italiana del Mecanismo de Tipos de Cambio (MTC) en 1992, la devaluación de la peseta, el escudo portugués y la libra irlandesa en más de una ocasión. Así como el abandono de las tres monedas escandinavas, el markka finlandés, la corona sueca y la corona noruega de la paridad fija respecto al ecu (Vázquez, 2007).

4. Análisis de las dinámicas de la Eurozona a partir de los tres trilemas

4.1 La Gran Recesión

Como causante inmediato de la crisis financiera de 2008 encontramos al mercado inmobiliario estadounidense. Los norteamericanos acostumbraban a adquirir viviendas mediante créditos que prácticamente igualaban al gasto de la compra, con la idea de sufragarlos mediante los ahorros anuales y buscando financiación extra. La idea detrás de esta operación se sustentaba en el incremento del valor de la propia casa, llegándose a utilizar esta revalorización como garantía para la obtención de nuevos préstamos cuyo fin era el pago de elementos de consumo como vehículos o vacaciones. De esta forma, las instituciones financieras conseguían expandir su cifra de negocios teniendo como coste el aumento de la fragilidad financiera mundial.

A mediados del 2006, y debido a las dinámicas del mercado anteriormente descritas, comenzamos a observar la concesión de préstamos a personas con ingresos bajos o inciertos (préstamos conocidos como *sub-prime*) de los que era probable que los titulares precisaran de nuevos préstamos para poder cubrir las cuotas del anterior. Este ciclo sólo hubiera precisado de un aumento incesante del precio de las viviendas para permitir a los propietarios revenderlas con un aumento del patrimonio (una vez descontada la deuda), presentando los bancos no sólo balances positivos, sino también en expansión. Llegando a aparecer los denominados préstamos *ninja – no income, no job, no assets* – concedidos a prestatarios sin ingresos, sin trabajo y sin propiedades.

La mayoría de estos préstamos se concedían a un tipo de interés variable, lo que provocó que tras la subida de este a finales de 2006 y principios de 2007, estas cuotas subieron con él. Esta subida del tipo de interés produjo consigo un aumento de la tasa de morosidad, un descenso de los nuevos préstamos y una reducción de la demanda del mercado inmobiliario justo cuando numerosas viviendas de nueva construcción, iniciada en el periodo de expansión, se encontraban listas para la venta. En conclusión, una reducción del precio de los inmuebles sumado a un aumento de la dificultad para encontrar quién refinanciara la deuda. Por lo tanto, los préstamos dejaron de pagarse y los bancos se convirtieron en los propietarios de las casas que servían previamente como garantía, que cuando introducían al mercado para su venta empujaban los precios aún más a la baja (Lanchester, 2010, cap. 1).

Este problema de las instituciones crediticias especializadas fue agravado por el desarrollo de técnicas de *bundling* o “empaquetamiento”. Esta técnica se basaba en la conversión de distintos préstamos en un único activo y transferirlas a entidades construidas a propósito (*special investment vehicles*, SIV), fuera del balance propio. Estas sociedades, respaldadas por los activos patrimoniales provenientes de los paquetes de préstamos, emitían préstamos respaldados por obligaciones (*mortgage backed securities*, MBS, o más en general *collateralized debt obligations*, CDO) y transferían el dinero a la entidad crediticia en pago de los préstamos. Quedando así los suscriptores de las obligaciones como acreedores de las SIV, pero teniendo como garantía los mismos préstamos (Roncaglia, 2015, cap. 2).

De este modo, si los préstamos no son reembolsados las SIV corren el riesgo de tener una crisis de solvencia y el préstamo respaldado por las obligaciones corre el riesgo de no ser reembolsado. Además de ser vulnerables a crisis de liquidez en el caso de que los mercados financieros se encuentren en fases negativas, ya que dependen de la refinanciación al estar constantemente endeudados en el corto plazo.

Además, estos préstamos respaldados por obligaciones se subdividían en *tranches*, unos con derechos prioritarios de reembolso y pago de los cupones, otros con derechos de reembolso subordinado al pago de los acreedores de primer nivel. Quedando los primeros principalmente en manos de gestores de fondos, mientras los segundos eran absorbidos por fondos más especulativos y los mismos bancos.

Se creó así una red de finanzas derivadas con subvaloración de riesgos, donde se consideraba suficiente la experiencia de años previos para calcular el porcentaje de préstamos impagados para calcular la fracción representativa del préstamo subordinado, quedando el restante categorizado como préstamo privilegiado que llegaba a considerarse con el mismo nivel de riesgo que un título del Estado.

Serían estos títulos categorizados como “seguros” emitidos o adquiridos en cantidades enormes los que actuarían como catalizadores y red de transmisión de la crisis. Estas instituciones se encontraron ante el problema de las técnicas de *bundling* utilizadas que hacía muy difícil identificar los activos “tóxicos”. Como resultado, el mercado de

préstamos interbancarios colapsó afectando a todo el sistema financiero con la difusión de la desconfianza.

Para hacer frente a la quiebra, los bancos deben disponer de un porcentaje de activos patrimoniales como capital propio, mientras que para controlar el riesgo de los activos se adopta un sistema de ponderaciones que siguen las reglas establecidas en el acuerdo internacional del Banco de Pagos Internacionales de Basilea. El Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS) se encarga de: establecer y promover estándares globales de regulación bancaria, monitorizando su implementación; intercambiar información e identificar riesgos asociados al sector bancario; intercambiar experiencias, técnicas y enfoques con los bancos centrales; colaborar con otros organismos internacionales del sector financiero. Pudiéndose observar la actividad desarrollada por este comité en el Acuerdo de Basilea (Basilea I) de 1988, el Basilea II de 2004 y el recientemente actualizado Basilea III de 2017.²

Aunque podemos encontrar características procíclicas dentro del sistema de Basilea. Ante economías en auge encontramos una mayor disposición a satisfacer los requisitos de capitalización y exposición financiera conjunta, mientras en los periodos más negativos los requisitos parecen resultar más rigurosos y de difícil satisfacción. Es decir, podría incentivar la inestabilidad al fomentar un crecimiento excesivo del sector crediticio en periodos de expansión y una contracción, igualmente excesiva, en periodos recesivos.

Por otro lado, podemos encontrar un defecto más estructural y relacionado con la propia modelización que afecta al riesgo. Ya que los modelos utilizados para la predicción de la fluctuación de las variables nos hacen asumir que las series estadísticas no cambian estructuralmente en el tiempo. De este modo, una mayor inestabilidad y fragilidad del sistema financiero, además del sistema de incentivos en la toma de decisiones del sistema bancario, hacen que este factor se expanda endógenamente y crezca con el aumento de las series temporales.

Todo esto, embebido en el marco de la globalización mundial y financiera, crea el escenario perfecto para un efecto contagio difícil de frenar. Donde las instituciones

² Basilea 2 establecía reglas claras relativas a los compromisos fuera del balance, pero no sobre el seguro de los riesgos financieros (Roncaglia, 2010, p. 48 y 49).

crediticias estaban en posesión de contratos, o partes de contratos, de otras instituciones. Encontramos así la distopía entre la ganancia de beneficios en el papel, que en caso de impago debe protegerse haciendo uso de otros contratos derivados colaterales para protegerse, y el riesgo de quiebra. Para evitar la caída del sistema completo, las autoridades monetarias han intervenido con respuestas dispares a lo largo del panorama mundial.

Algunos economistas ya previnieron esta crisis al visualizar la desregulación financiera y el crecimiento explosivo del sector, respaldada por una poderosa acción de *lobbying*, con el dominio de la corriente neoclásica donde la idea de la “mano invisible del mercado” (la capacidad de los mercados de encontrar por sí mismos equilibrios óptimos a largo y corto plazo). Así como otros autores advertían del fuerte condicionamiento de la economía estadounidense sobre la europea (Roncaglia, 2015, cap. 4).

Un ejemplo de la importancia política en la economía tras la sucesión de la crisis del 2008 es la aparición del debate en torno a la participación pública en el rescate de la banca, donde para los votantes esta debería “haber asumido sus errores”. Mientras para el mercado la no respuesta de las instituciones públicas podría haber sido arrolladora, ya que la propia quiebra a gran escala habría sido demoledora para los ciudadanos de cada Estado miembro y agravaría la crisis de expectativas en los mercados financieros. Pero sin ninguna duda, la apertura de este tipo de cuestiones abre un nuevo frente de fricción para la supremacía del orden actual.

En conclusión, el mantenimiento de políticas financieras y bancarias autónomas, junto a la integración financiera imparale propia de la globalización acabó generando una renuncia de la estabilidad. Siendo el causante en el caso europeo los propios déficits en la formulación de la integración financiera que tratarían posteriormente de corregir los estados miembros. Provocando una crisis financiera con un efecto contagio en los países desarrollados sin precedentes que hicieron constante la necesidad de una unión bancaria y mecanismos de supervisión eficaces, aun con el coste de este para la soberanía de los estados miembros, con el objetivo de asegurar la estabilidad y supervivencia del euro en el medio y largo plazo. Además de abrir el debate ciudadano acerca de hasta qué punto sería necesario “sacrificar” soberanía nacional y democracia, por las ventajas de la globalización.

4.2 La crisis de deuda soberana

Estos excesos del sector bancario, donde las agencias de certificación demostraron ser un marco macro prudencial débil, con excesiva asunción de riesgos, se acentuaron por los cambios estructurales del sistema bancario de los años noventa: un mayor peso de la financiación mayorista de la banca que aumentó la dependencia de las entidades de crédito respecto a los factores de liquidez con una progresiva infravaloración de los riesgos, al convertirse la banca comercial en banca de inversión. Se asumió que la ingeniería financiera fomentaba una mejor redistribución y dispersión de los riesgos entre los agentes. Pero las perturbaciones económicas y financieras demostraron la gran interconexión de los mercados financieros que tuvieron en su cénit la quiebra del mayor banco de EE. UU, Lehman Brothers en septiembre de 2008³.

Las autoridades fiscales y los bancos centrales trataron de estabilizar la economía realizando políticas monetarias expansivas con bajadas de los tipos de interés de la Eurozona en octubre de 2008 (anterior en EE. UU.) y el uso de avales públicos o inyecciones directas de fondos públicos en instituciones crediticias para dotarles de liquidez. Además de políticas fiscales igualmente expansivas con aumentos del gasto público, cuyo fin era la estimulación de la demanda mediante gasto en infraestructuras, ayudas a empresas, gastos automáticos como prestaciones por desempleo... Todo ello sumado al hecho de que la actividad económica había reducido en gran medida su actividad y teniendo consecuencia indirecta una reducción de la recaudación fiscal (Impuesto de Sociedades, Impuesto de la Renta de las Personas Físicas, Impuesto al Valor Añadido...) debido a la reducción del número de empresas, de la renta efectiva y del propio consumo.

Tras la aplicación de estas medidas tanto en el plano europeo como en el mundial, observamos una dicotomía entre países que pudieron soportar en mejor medida estos aumentos de deuda y déficit, mientras otros veían decrepitarse su posición presupuestaria. Para encontrar las vulnerabilidades que permitieron esta diferenciación nos encontramos con políticas fiscales procíclicas, así como la intervención de los estabilizadores

³ Las autoridades norteamericanas deciden no intervenir. Aunque decidirán salvar a la compañía de seguros AIG poco después, con un compromiso de medios probablemente mayor del que hubiera sido necesario para Lehman (Roncaglia, 2010, p. 30 y 31).

automáticos por efecto de la crisis, los acabaron condicionando la capacidad de respuesta gubernamental en caso de crisis.

Además de mostrar la propia crisis las deficiencias de la propia Unión Europea y, en particular, de la unión monetaria. Se mostraron incapaces de frenar las políticas autónomas insostenibles, dedicándose los países a responder limitadamente a las recomendaciones, desatendiendo la necesidad de la existencia de una coherencia entre las políticas fiscales de la unión monetaria, sobre todo desde la perspectiva de la balanza exterior y competitividad. Viéndose afectados y debilitados los acuerdos anteriormente firmados como el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, que ya de por sí contaba con reducido poder debido a la propia autonomía en cuanto a política fiscal se refiere que impera en la Eurozona.

El estallido de la crisis de deuda soberana, entorno a 2012, tuvo un efecto heterogéneo debido a los distintos desequilibrios fiscales, financieros y estructurales que marcaban la trayectoria anterior de cada territorio. A pesar de las diferencias, pronto se entendió que era preciso una solución coordinada que permitiera la supervivencia del euro y la estabilización de la problemática subyacente.

Desde la perspectiva europea se llevaron a cabo una serie de medidas que abarcaron desde una reforma del gobierno económico, denominada *Six Pack*, para reforzar la función preventiva del Pacto de Estabilidad y Crecimiento con requisitos mínimos para los presupuestos de cada nación miembro, hasta la firma de un pacto fiscal, *Fiscal Compact*, con la idea de mantener la disciplina fiscal en la Zona Euro. Se creó consigo un nuevo mecanismo de vigilancia dentro de la UE para corregir los posibles problemas en materia de competitividad, el *Procedimiento de Desequilibrios Económicos Excesivos*. Así como un aparato de vigilancia financiera europea en 2011, llamado *Junta Europea de Riesgo Sistémico* (JERS). Cabe señalar, que en caso de que estos mecanismos preventivos fallasen, encontramos en última instancia el *Mecanismo Europeo de Estabilidad* (MEDE) (Véase González-Páramo & Álvarez Gil, 2014).

Este conjunto de cortafuegos desarrollados durante este periodo deja constatar la preocupación general por evitar el efecto contagio, además de dejar patente que la utilización de la política monetaria del Banco Central Europeo (BCE) es insuficiente ante

la sofocación de crisis profundas de manera inmediata. Pues, hasta el verano del 2012 con el anuncio por parte del BCE, afirmando estar dispuesto a responder con recursos ilimitados y prometiendo la creación de una unión bancaria, no comenzamos a ver una retracción de la crisis. Un ejemplo de solución monetaria extraordinaria lo encontramos en el *quantitative easing* (QE), basado en la adquisición por parte del Banco Central de bonos gubernamentales con el objetivo de estabilizar precios y reducir las tasas de interés en el largo plazo.

Si hacemos un análisis de la estructura financiera de la Euro Zona observamos un alto grado de integración. Este factor en situaciones normales o estacionarias beneficia a los estados miembros, mientras en caso de fases recesivas sirve de hilo conductor para la transmisión de perturbaciones, especialmente si no existen mecanismos de resolución de crisis igualmente integrados, así como en ausencia del tipo de cambio nominal como instrumento de absorción de esas perturbaciones. El efecto ejemplificador lo encontramos en los tipos de interés de la deuda, donde los diferenciales previos a la quiebra de Lehman Brothers eran reducidos y presentaban alta correlación. Este hecho, sumado al marco de crecimiento estable y baja inflación, llevó a los mercados a subestimar las diferencias estructurales y fiscales de los distintos países. Lo cual generó una revisión desigual de los tipos de interés cuando llegó la crisis.

Por otro lado, el papel de las entidades de crédito sobrepasa la ideología general de instituciones que conceden préstamos a hogares y empresas, pues son también entidades de contrapartida en las operaciones relativas a la política monetaria del banco central. Por último, el mercado financiero asume el supuesto de que los valores de deuda pública son prácticamente activos sin riesgo, existiendo consigo un marcado sesgo nacional en cuanto a la tenencia de estos activos por las entidades bancarias. Teniendo la deuda pública las siguientes características (González-Páramo & Álvarez Gil, 2014, Cap. III):

- Sirve como garantía para préstamos repo interbancarios o para obtener crédito del banco central (Canal de liquidez).
- Referencia para fijar el tipo de interés para las emisiones privadas de deuda (Canal de precios).
- Influyen en la situación patrimonial de las instituciones financieras (Canal del balance).

Es decir, existe una peligrosa correlación entre el riesgo financiero y el riesgo soberano. Por lo tanto, la crisis de deuda soberano tuvo un efecto negativo en las entidades de crédito con gran tenencia de estos activos, que se sumó a las pérdidas por la tenencia de otro tipo de activos. Aunque el deterioro tampoco ha sido ni homogéneo ni unidireccional: En el caso de Grecia fue la crisis de expectativas sobre la solvencia soberana la que generó inestabilidad en el sistema bancario; en el caso de España e Irlanda fue el sobreendeudamiento el que obligó al sistema fiscal a actuar sobre algunas instituciones de crédito (especialmente las cajas de ahorro en el caso español) lo que acabó agravando la sostenibilidad de las arcas públicas. Es decir, a pesar de contar con desencadenantes e impactos diferentes, el incentivo para crear el círculo vicioso entre deuda soberana y perturbaciones financieras fue común.

Cabría entonces preguntarnos, ¿por qué no fue suficiente la política monetaria del BCE para detener la crisis? Para que las medidas sean eficaces es requisito fundamental que los mercados no estén fragmentados para que se produzca un verdadero traspaso a la economía real. Esta fragmentación se hace visible cuando se observan instituciones financieras con mayores impedimentos para acceder a financiación mayorista, aunque tanto los países con mayores dificultades como los que tenían menores han sido igualmente afectados nos hablan de posibles problemas más relativos con factores menos convencionales. Las medidas aplicadas por el BCE se pueden agrupar en las siguientes (Véase González-Páramo & Álvarez Gil, 2014, Cap. IV):

- Medidas para mitigar el riesgo financiero de las instituciones crediticias (instaurada en otoño de 2008 pero prolongada hasta diciembre de 2016): Se alargó progresivamente el periodo de vencimiento de las operaciones de financiación del banco central con el sistema bancario, ampliando consigo los activos de garantía admisibles.
- Medidas para mitigar el mal funcionamiento de los mercados de deuda pública (cancelado en junio de 2014): Adquisición por parte del BCE de parte de deuda pública en los mercados secundarios.
- Mantener la emisión y acceso a valores de renta fija por parte de las instituciones financieras: Adquisiciones de bonos garantizados (cédulas) por parte del BCE en mercados secundarios.
- Medidas para apoyo de la liquidez en el largo plazo: Medida establecida en diciembre de 2011 con duración de tres años.

- Medidas para la estabilización de la moneda y mejorar la transmisión de la política monetaria: Anuncio en julio de 2012 con un programa virtual de compras ilimitadas de deuda a corto plazo en mercados secundarios (esta medida no dio a lugar).
- Fomentar el crédito en la economía real y reducir la pequeña deflación: Desde septiembre de 2014 hasta junio de 2016 con vencimiento en 2018. Tratándose de una inyección de liquidez condicionada a fomentar un aumento de crédito y preparación de un programa de compras, combinado con una rebaja del tipo al 0,15% y un tipo negativo de la facilidad de depósito de -0,1%.

Una buena parte de estos mecanismos ayudaron a sofocar los efectos de la crisis, pero sin solventar los problemas de fondo. De hecho, en la primavera de 2012 se produjo el periodo de mayor inestabilidad, debido a la “solución griega” y la división política respecto a cómo solucionar los problemas de integración. Sumado a que las medidas de liquidez tuvieron un efecto con rendimientos decrecientes y no solucionaron el problema español e italiano de fuga de fondos que para junio de 2012 alcanzaba los 600.000 millones de euros, ni la escalada de las primas de riesgo.

No será hasta los anuncios de junio, julio y septiembre de 2012 desde el BCE y el Consejo de la Unión Europea de crear una unión bancaria, lo que devolvió a la política monetaria parte de su efectividad, haciéndonos conscientes de la interdependencia entre los trilemas económico y financiero. Lo cual no asegura que no se volverán a acaecer crisis en el territorio, sino que nos permite evitar la generación de este círculo vicioso. Es decir, ante la unión bancaria las entidades crediticias pierden influencia sobre los Estados a los que pertenecen, así como el reglamento común y la supervisión eliminarían el sesgo nacional antes descrito relativo a la tenencia de activos de deuda nacionales, reparando en parte la integración financiera.

Por último, podríamos hacernos una última pregunta en cuanto a la viabilidad en el largo plazo de la estabilidad del euro ¿será suficiente la unión bancaria o necesitamos mayor grado de integración? A diferencia de un Estado autónomo, la eurozona está compuesta por 18 economías con sus 18 ministros de Economía y otros tantos jefes de Estado, además de los parlamentarios nacionales, lo cual, en materia de eficiencia, los acuerdos son debilitados. Desde la perspectiva de los mercados, los políticos sirven como

instrumento para la transmisión de confianza, rapidez y acción ante desequilibrios, regulando las perspectivas y percepciones de los ciudadanos. Mientras los ciudadanos fijan su preocupación en las condiciones tributarias a las que pueden quedar sujetos.

Aparece así durante esta crisis un nuevo inconveniente social, donde tras las medidas adoptadas vemos que los mercados esperan decisiones rápidas, adelantadas y eficaces. Pero el desarrollo de planes de recuperación y demás acuerdos pueden precisar de mayores periodos para su aplicación. Sin olvidar que las medidas deben de ser explicadas, seguidas y negociadas en un marco formado por dieciocho democracias soberanas, pudiendo encontrarnos con una variación de las expectativas una vez realizada la toma decisonal y puesta en marcha de las medidas.

Hay que añadir que la formación del euro se produjo bajo un contexto diferente, donde hoy en día ha quedado constatada la necesidad, tras sucesivas crisis, de una autoridad europea más fuerte. Como los ingresos y los gastos forman parte central de las decisiones democráticas, una política fiscal y presupuestaria independiente puede ser incompatible con la moneda única. La experiencia nos habla de la necesidad de trabajo conjunto entre el BCE, la UE y las autoridades nacionales al no existir un gobierno y Parlamento europeos con el suficiente poder democrático. Esta debilidad democrática de las instituciones políticas deberá derivar en el euro 3.0 como proyecto plenamente legítimo permitiendo la estabilidad en términos tanto macroeconómicos como financieros, entendiendo bien las diferencias entre compartir soberanía y perderla (González-Páramo & Álvarez Gil, 2014, Caps. V y VI).

4.3 La pandemia del COVID-19

El 11 de marzo de 2020 la Organización Mundial de la Salud (OMS) declara la enfermedad provocada por el coronavirus SARS-CoV-2 (COVID-19) como pandemia. Tres días después, el 14 de marzo de 2020 y mediante Real Decreto se declara el estado de alarma, teniendo como consecuencia directa la restricción de la movilidad de los ciudadanos y la suspensión de la actividad comercial de actividades no esenciales. Tanto esta declaración como las medidas llevadas a cabo para la contención de la enfermedad provocó unos efectos económicos especialmente críticos en los primeros meses del 2020, sobre todo en los sectores con mayor dependencia del contacto directo con el consumidor

y aquellos que precisaban de una obligatoria movilidad. En otras palabras, el sector servicios fue el que mayores problemas encontró, aunque no fue el único afectado.

Esta crisis de naturaleza exógena al sistema financiero supuso unas caídas del PIB de la Eurozona del -11,3% en el segundo trimestre del 2020 con respecto al anterior, así como un -14,2% en términos interanuales.⁴

Esta nueva crisis y las medidas sanitarias necesarias provocaron un shock tanto desde la perspectiva de la oferta como de la demanda. Viéndose obligados tanto los gobiernos como el propio sistema financiero a realizar medidas para mitigar el impacto, tratando de mantener la estabilidad financiera, la liquidez y los balances. Se producirán así un aluvión de regulaciones de instituciones europeas como el BCE, la ABE, la Comisión, las autoridades bancarias...

Si dibujamos el marco previo al estallido de la pandemia, vemos un incremento notorio de la deuda pública, tipos de interés reducidos y una ralentización del crecimiento económico de los países proporcionalmente indirecto al crecimiento de su deuda. Siendo particularmente notorio el endeudamiento privado. Sin embargo, el impacto en la estructura financiera ha sido significativamente limitado, gracias en gran medida a las lecciones aprendidas y puestas en marcha desde la crisis del 2008, en especial en lo relativo a la necesidad de actuaciones rápidas desde la política monetaria y a los numerosos mecanismos de contención en cuanto al capital y la cuenta corriente se refieren.

Las medidas adicionales llevadas a cabo fueron políticas fiscales y monetarias expansivas, siendo algunos ejemplos: compra masiva de bonos, rebajas del tipo de interés para la financiación, compra de deuda por parte del BCE, ampliaciones de las prestaciones por desempleo, medidas temporales de ajuste de empleo (ERTE en el caso español y medidas similares en el resto de países), ayudas directas a empresas, avales públicos a las empresas, posibilidad de retrasar el pago de impuestos... Siendo uno de los más ambiciosos el *Programa Next Generation*, dotado con 800.000 millones de euros, con el objetivo no sólo de apoyar la recuperación, sino también ser impulso de la

⁴ Datos extraídos del Eurostat, GDP and main components (output, expenditure and income).

transformación estructural a largo plazo, convertir a los países europeos en líderes tecnológicos, digitalización y transición energética (en el caso de España recibió 60.000 millones de euros). Encontrando resultados heterogéneos en consecuencia de la estructura económica de cada país, el acceso y estado de la sanidad y sus sistemas fiscales.

Gráfico 1: Deuda pública mundial desde la Segunda Guerra Mundial hasta la pandemia



Fuente: Fondo Monetario Internacional. (2020, junio 24). Reopening from the great lockdown: Uneven and uncertain recovery.

En 2020 observamos un incremento del déficit debido a las políticas fiscales expansivas y la reducción de los ingresos públicos. Mientras en 2021 continúa creciendo el gasto, pero con un incremento del ingreso debido a la desescalada que consigue reducir el déficit, aunque sin alcanzar niveles previos a la pandemia. Este aumento del déficit y el endeudamiento público, preocupó en los primeros trimestres especialmente por el temor al impacto sobre la solvencia de los países periféricos, lo que acrecentó la prima de riesgo, teniendo el BCE que solucionarlo mediante un programa específico de adquisición de deuda pública. Es decir, la política monetaria se convierte en el sustento de las políticas fiscales, pasando la cantidad de dinero en circulación del 108% al 125% del PIB nominal para 2022⁵. Apareciendo en 2023 un nuevo instrumento de política económica para evitar las tensiones en mercados de deuda tras los programas de compra de activos, el

⁵ Datos extraídos del Banco de España; Balance del Eurosistema.

Transmission Protection Instrument (TPI), basado en un compromiso de adquisición de títulos de deuda de países que vean incrementada de manera grave su prima de riesgo.

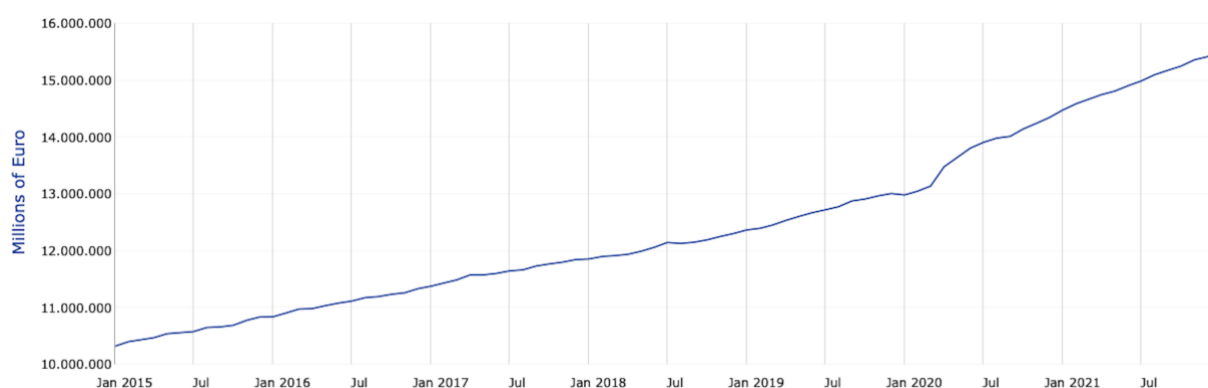
En cuanto a la integración financiera de la zona euro, según los informes del Banco Central Europeo y gracias a la respuesta de políticas monetarias y fiscales conjuntas, se mantuvo bajo control durante la pandemia. Advirtiendo de la importancia de culminar la unión bancaria y lograr avances significativos en la unión de los mercados de capitales para poder observar avances tangibles en el desarrollo e integración.

En conclusión, esta crisis sin precedentes contó con las lecciones aprendidas de los anteriores shocks de este siglo, con una mayor integración financiera y demostró la necesidad de finalizar la unión bancaria. Desde el Banco Central vemos una toma de decisiones más rápida y eficaz, con políticas expansivas desde la política monetaria y fiscal que, aunque heterogéneas en los distintos países dependiendo de sus estructuras, siguen una tendencia común. Lo que nos permite visualizar una “renuncia” común a la soberanía nacional y el estado nación a cambio de estabilidad financiera, integración, movilidad de capitales, globalización y crecimiento.

4.4 Nuevos desafíos

La pandemia llevó a un primer plano un problema que, a pesar de no ser nuevo, se vio agravado por el shock producido durante la pandemia de COVID-19. Entre las causas encontramos factores de oferta como los problemas relativos al transporte marítimo debido a la falta de personal y el oligopolio de las navieras, así como el encarecimiento de la energía de las materias primas en general. En el caso concreto de los productos energéticos podemos incluso hablar de un empeoramiento debido a las expectativas de una reducción que afectó a la inversión en nuevas explotaciones y el encarecimiento de los derechos de emisión de CO₂. Además de factores de demanda impulsados por el fuerte crecimiento que, tras el parón por el confinamiento, generó una demanda embalsada con dificultades para ejecutarse y un aumento de la inflación debido, entre otros, por el ahorro acumulado. En conclusión, 2020 y 2021 se caracterizaron por una crisis de la cadena de suministros mundiales que, sumada a las políticas expansivas, contribuyeron al aumento de la masa monetaria (Gráfico 2) e inflación.

Gráfico 2: Evolución de la masa monetaria M3 en la zona euro entre 2015 y 2021

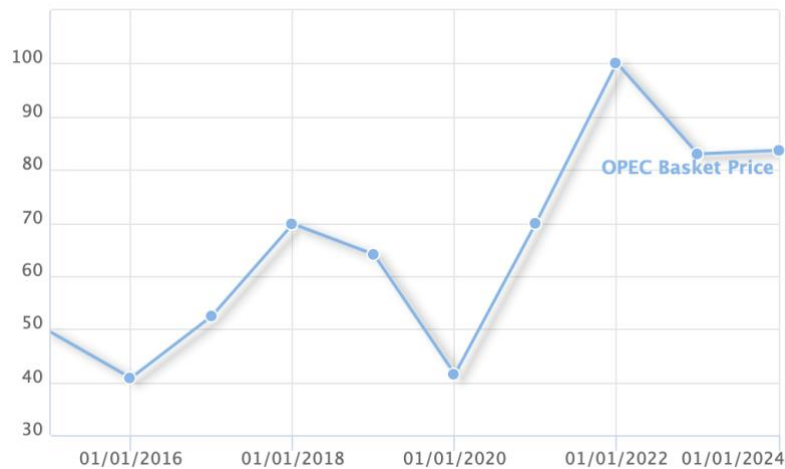


Fuente: Banco Central Europeo. (2024, May 29). Balance sheet items: MFI loans to euro area residents.

Como efecto indirecto se observa una tendencia a reducir la globalización, con un acercamiento a la relocalización y regionalización, buscando una producción y comercio más próximos, que parece tiende a profundizarse en el medio plazo. Observamos una búsqueda de cadenas de valor menos largas y más diversificadas, sobre todo en lo relativo a los inputs. En cuanto a la regionalización se refiere, también encontramos una búsqueda de la reducción de la deuda externa, tanto en EE. UU. como en la Unión Europea.

En febrero de 2022 encontramos un nuevo shock a la cadena de valores con la invasión de Ucrania por parte del ejército ruso que tuvo como consecuencia indirecta en la Unión Europea una inflación disparada y generalizada debido principalmente al aumento de los precios del gas, petróleo (Gráfico 3) y energía, teniendo como causante a las restricciones establecidas a uno de nuestros principales exportadores, Rusia. Así como un agravamiento de los problemas de suministros de materias primas agrícolas, debido a la paralización de la actividad económica por la causa bélica, con las pertinentes consecuencias en el correcto funcionamiento de la economía mundial. En otras palabras, un cambio estructural que ha alterado las dinámicas geopolíticas europeas e internacionales.

Gráfico 3: Evolución del precio del petróleo entre 2015 y 2024 según el precio anual de la cesta en dólares \$.



Fuente: Organización de Países Exportadores de Petróleo. OPEC. (n.d.). OPEC basket price. Recuperado el 4 de junio de 2024.

En la primavera de 2021, comenzamos a ver una escalada inflacionista en el IPC (Índice de Precios al Consumo) debido al componente energético y la normalización del precio del petróleo con el fin de la pandemia. A este incremento del precio del petróleo se le sumarán el del gas natural y los derechos de emisión de CO₂ que provocarán un incremento del precio de la electricidad y la inflación subyacente. Proceso inflacionista que, transitara de un primer carácter transitorio hacia tintes estructurales y persistentes tras la guerra entre Ucrania y Rusia. Sumado a las propias políticas monetarias extremadamente expansivas llevadas a cabo por el Banco Central Europeo. Las medidas monetarias de contención implicaron entre otras, el fin de compras netas de activos y la elevación de los tipos de interés desde julio de 2022 que no tuvieron los resultados esperados.

Comenzamos a observar un aumento de los procesos de búsqueda de integración vertical, sobre todo en los sectores más afectados por la ruptura de las cadenas de suministro. De hecho, en el último *World Economic Outlook* el Fondo Monetario Internacional alerta de una fragmentación mundial en bloques con distinta estructura tecnológica, sistemas de pagos o monedas de reserva (Fondo Monetario Internacional, 2024). La consecuencia directa nos habla de pérdidas de eficiencia en el largo plazo que podría compensarse con

menores dependencia de los países respecto a otros con alto riesgo político, ganando resiliencia a expensas de pérdidas de eficiencia. En conclusión, estamos viendo como las economías mundiales están renunciando paulatinamente, y por distintos mecanismos, a uno de los vértices principales de los trilemas señalados, la globalización.

5. La globalización y su relación con los trilemas.

Aunque la medición de la globalización es complicada y existen numerosos índices que nos permiten examinar el nivel de globalización (Índice de globalización de Maastricht como medición de globalización tecnológica y ecológica, entre otros), en este caso utilizaremos el Índice de Globalización KOF revisado. Este índice mide las tendencias de los distintos países desde 1970 para tratar de analizar la significatividad de la globalización, diferenciando entre “de jure” y “de facto”. Siendo la globalización “de jure” la relativa a factores institucionales y políticas que crean relaciones de mutua interdependencia, mientras la “de facto” examina los flujos reales y las actividades desarrolladas por los actores económicos, sociales, políticos y culturales.

“La globalización describe el proceso de creación de redes de conexiones entre los actores a distancias intra o multicontinentales, mediadas a través de una variedad de flujos que incluyen personas, información e ideas, capital y bienes. La globalización es un proceso que erosiona las fronteras nacionales, integra las economías, las culturas, las tecnologías y la gobernanza nacionales, y produce relaciones complejas de interdependencia mutua.” (Dreher, 2006, p. 155)

La globalización puede ser entendida principalmente desde 3 dimensiones: globalización económica, globalización social y globalización política. La globalización económica hace referencia a la comercial y financiera, en otras palabras, los flujos de bienes, capitales y servicios a larga distancia. Mientras la social alude a la difusión informativa, interpersonal y cultural. Por último, encontramos la difusión de políticas gubernamentales como globalización política.

Si estudiamos la regresión siguiente, con un tamaño muestral de 137 países durante el periodo entre 1975 y 2010 (Gygli, Haelg, Potrafke, & Sturm, 2019, 563-572):

$$\text{Crecimiento Económico}_{it} = \alpha_j \text{Globalización}_{itj} + \sum_k \gamma_{jk} X_{ikt} + \eta_i + \varepsilon_t + u_{ijt}$$

$\text{Crecimiento Económico}_{it}$: Tasa media de crecimiento anual del PIB per cápita.

$\text{Globalización}_{itj}$: Índice de globalización KOF promedio.

$\sum_k \gamma_{jk} X_{ikt}$: Variables de control.

η_i : Efecto fijo del país i .

ε_t : Efecto fijo del periodo t .

u_{ijt} : Término error.

Obtenemos así la regresión presentada en el Apéndice, donde se identifica la existencia de una correlación positiva entre globalización y crecimiento en el medio plazo. Además, observamos que la globalización política y económica de jure parece tener una mayor significatividad que la de facto, lo que nos hablaría de la importancia de la liberalización institucional. Sin embargo, la globalización social de facto muestra una alta significatividad que nos podría corroborar la teoría de los desbordamientos internacionales de conocimiento.

Si llevamos estas conclusiones a los trilemas analizados, corroboran una vez más las teorías expuestas por el trilema de la política económica. Así la globalización económica de jure con políticas que permitan la libre movilidad de capitales y liberalización económica son esenciales, pudiendo costar la soberanía monetaria o el tipo de cambio fijo. Siendo la globalización política de jure mediante un marco institucional fuerte y la globalización social de facto con flujos de información reales los que permitan alcanzar mayores tasas de crecimiento. Siendo compatibles, aunque con un crecimiento exponencial de la dificultad de gestión del trilema, con desajustes macroeconómicos como los aumentos de deuda, déficit o inflación.

En relación con el trilema financiero vemos que la globalización económica y política de jure con mecanismos de cooperación y regulación supranacional, sumada a una liberalización institucional económica puede favorecer notoriamente a la integración financiera. Siendo respaldada por flujos de conocimiento, globalización social de facto, que puede eliminar riesgos financieros.

Por último, encontramos la misma circunstancia en el trilema político, donde cobran peso los intercambios culturales y sociales que pueden promover tanto los valores democráticos como establecer tensiones como nacionalismos o ideas antiglobalizadoras.

En conclusión, la existente relación entre crecimiento y globalización puede provocar tensiones dentro de los propios trilemas, pero también puede ofrecer nuevas situaciones

de equilibrio. Quedando como misión el aumento de la integración económica y financiera mediante el establecimiento de instituciones y regulaciones fuertes, que permitan la expansión de flujos reales de información para lograr una globalización eficaz y estable. Sin descuidar las tensiones que este mismo efecto puede ocasionar en los distintos países, creando consigo medidas para reducir estas fricciones.

6. CONCLUSIONES

El trilema macroeconómico de la política económica nos permite entender las principales causas y consecuencias detrás de la formación de la Unión Monetaria Europea, en la cual los países miembros han renunciado a parte de su soberanía nacional a cambio de estabilidad cambiaria y libre movilidad de capitales. Sin embargo, las sucesivas crisis que han afectado tanto al sector privado como al público en los últimos años han demostrado que convivir con la globalización implica una soberanía compartida que va más allá del ámbito monetario.

La crisis del 2008 reveló las realidades detrás del trilema financiero, mostrando cómo el crecimiento económico facilitado por la unión monetaria y la libre movilidad de capitales puede servir de cultivo para un efecto contagio de crisis sin precedentes. Esto subraya la necesidad de mecanismos de supervisión y regulación comunes para salvaguardar los beneficios económicos de las políticas monetarias y moneda común.

Las lecciones de la crisis de deuda soberana abrieron nuevos debates sobre la necesidad de una integración que trascienda lo económico y bancario para lograr un crecimiento sostenible. Lo cual requiere un marco institucional fuerte que guíe y preserve la globalización y democracia, atendiendo a las distintas estructuras de los países miembros.

La pandemia mundial ha puesto en jaque las tendencias globalizadoras del último periodo de la historia económica mundial, al evidenciar las debilidades que la globalización puede generar en las economías, como se vio con la crisis de la cadena de valores y de competitividad que han experimentado distintos mercados y sectores de los miembros europeos de forma más o menos homogénea. A pesar de ello, la gestión de esta última crisis ha dejado patente las lecciones aprendidas: desde la formación del euro, la Eurozona ha transitado hacia una integración financiera y política que ha permitido mitigar los efectos del shock y lograr una recuperación relativamente rápida, aunque con grandes incrementos de deuda. Esto demuestra que, con la renuncia del Estado Nación, la política monetaria autónoma y la política financiera y bancaria autónoma, los países pueden experimentar cierta estabilidad económica, financiera y política incluso en un contexto extremadamente convulso.

Las tendencias actuales parecen apuntar hacia una reducción de la globalización, debido a las vulnerabilidades a las que expone este proceso, especialmente mostradas durante el periodo de recuperación tras la crisis del COVID-19. En otras palabras, las tensiones geopolíticas actuales podrían transformar el marco actual en el largo plazo.

No obstante, aunque existen críticas y limitaciones en cuanto a los beneficios de la globalización, podemos afirmar la correlación positiva entre crecimiento económico y globalización, según los estudios relativos al Índice de KOF revisado. Dejando en claro la importancia institucional ante los flujos reales, es decir, la importancia de las expectativas de estabilidad e integración en el ámbito económico y político.

La dirección que tome el avance europeo deberá orientarse hacia una mayor integración financiera y política para conseguir una unión estable. Sin embargo, esto requerirá un esfuerzo previo centrado en recuperar la competitividad, reestructurar las cadenas de valor, crear la unión bancaria y sanear los balances macroeconómicos. Entendiendo la gran diferencia entre perder soberanía y compartirla, para un progreso y estabilidad fuertes.

Si realizamos una conclusión transversal de la gestión de los trilemas durante la existencia del euro, podemos asumir que la crisis de deuda soberana y las medidas adoptadas para su estabilización han permitido solventar el trilema financiero. No obstante, las perspectivas para el trilema político, lejos de estar resueltas, dependerán posiblemente de la evolución de los movimientos políticos en Europa. Donde a lo largo del último periodo, hemos observado tanto un aumento de las tensiones en la integración como un debilitamiento de los estados nación y su democracia. Si la Unión Europea decide seguir el camino de la integración, deberá apostar por una mayor unión fiscal, con el riesgo potencial de fortalecer el euroescepticismo en el caso de no realizarla adecuadamente, dados los problemas de déficit y deuda que arrastran los países miembros.

7. REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Álvarez Gil, M. J., & González-Páramo, J. M. (2012). *La gestión de la crisis financiera global: El papel del Banco Central Europeo*. Revista Asturiana de Economía, 46, 87-102.

Alonso, J. A. (2021). *Lecciones sobre economía mundial: Introducción al desarrollo y a las relaciones económicas internacionales*. (10ª ed.)

Ang, A., & Longstaff, F. A. (2011). *Systemic sovereign credit risk: Lessons from the US and Europe* (NBER Working Paper Series No. 16982).

Banco Central Europeo. (2024, May 29). Balance sheet items: MFI loans to euro area residents. Retrieved June 4, 2024, from http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=117.BSI.M.U2.Y.V.M30.X.1.U2.2300.Z01.E

Banco Central Europeo. (2022, abril). *Financial integration and structure in the euro area* (Informe de abril de 2022). <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/fie/ecb.fie202204~4c4f5f572f.en.pdf>

Banco Central Europeo. (2023, diciembre). *Proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema para la zona del euro*, diciembre de 2023. https://www.ecb.europa.eu/press/projections/html/ecb.projections202312_eurosystemst aff~9a39ab5088.es.html

Banco Central Europeo. (n.d.). ¿Qué es el Mecanismo Único de Supervisión (MUS)? Banco Central Europeo. Recuperado el 1 de junio de 2024, de <https://www.bankingsupervision.europa.eu/about/thessm/html/index.es.html>

Banco de España. (n.d.). Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS) <https://www.bde.es/wbe/es/areas-actuacion/supervision-entidades-financieras/actividad-internacional-supervision/bcbs/>

Banco de España. (s.f.). *El camino hacia la Unión Económica y Monetaria (UEM)*. Recuperado de <https://www.bde.es/wbe/es/sobre-banco/actividad-europea/eurosistema-sebc/historia-eurosistema/uem/el-camino/>

Banco de España. (s.f.). La incorporación de España a la Comunidad Económica Europea (CEE). Recuperado de https://www.bde.es/f/webbde/COM/eurosist/uem/ficheros/es/INCORPORACION_A_LA_CE.pdf

Comisión Europea. (2009). *Impact of the current economic and financial crisis on potential output* (European Economy, Occasional Papers 49). https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/pages/publication12081_en.pdf

Dreher, A. (2006). Does Globalisation Affect Growth? Evidence from a New Index of Globalisation (TWI Research Paper No. 6). Kreuzlingen: Thurgauer Wirtschaftsinstitut.

Fondo Monetario Internacional. (2020, junio 24). *Reopening from the great lockdown: Uneven and uncertain recovery*. <https://www.imf.org/es/Blogs/Articles/2020/06/24/blog-weo-update-reopening-from-the-great-lockdown-uneven-and-uncertain-recovery>

Fondo Monetario Internacional. (2024). *Regional economic outlook: Europe, April 2024*. <https://www.imf.org/es/Publications/REO/EU/Issues/2024/04/05/regional-economic-outlook-europe-april-2024>

Friedman, Thomas L.. (1999). *The Lexus and the Olive Tree: understanding globalization* (1). New York: Anchor Books.

Fundación de las Cajas de Ahorros. (2012). *Perspectivas del Sistema Financiero N.º 105 / 2012*. Madrid, España. Recuperado de <https://www.funcas.es/wp-content/uploads/Migracion/Publicaciones/PDF/1823.pdf#page=10>

Gómez Pineda, J. A. (s.f.). *El trilema y los dilemas de la política monetaria*. ALFAOMEGA. Banco de la República. Recuperado de

<https://repositorio.banrep.gov.co/bitstream/handle/20.500.12134/9417/?sequence=1>

González-Páramo, J. M., & Álvarez Gil, M. J. (2014, octubre). *Estabilidad, integración y crisis de la deuda soberana: La historia del euro en tres trilemas*. Papeles de Economía Española, (141).

Gygli, S., Haelg, F., Potrafke, N. et al. *The KOF Globalisation Index – revisited*. Rev Int Organ 14, 543–574 (2019). <https://doi.org/10.1007/s11558-019-09344-2>

Lanchester, J. (2010). *¡Huy! ¿Por qué todo el mundo debe a todo el mundo y nadie puede pagar?* Barcelona, España: Anagrama.

Lelart, M. (s.f.). *El sistema monetario internacional*. Recuperado de

https://www.ehu.es/Jarriola/Docencia/SMFI/Michel%20Lelart_EI%20FMI.pdf

Liquitaya Briceño, J. D., & Gutiérrez Jiménez, G. (s.f.). *El modelo Mundell-Fleming: un análisis formal y gráfico*. Denarius: Revista de Economía y Administración. Recuperado de <https://denarius.izt.uam.mx/index.php/denarius/article/view/101/84>.

McKinnon, R. (1963), “Optimum Currency Areas”. American Economic Review, Vol. 52, pp. 717-725. McKinnon, R. (1993), “Common Monetary Standard or a Common Currency?”, Rivista di Politica Economica, Vol. 83, pp. 151– 9.

Mongelli, F.P. (2008), «*European economic and monetary integration and the optimum currency area theory*». Economic and Financial Affairs, European Commission. Economic Papers, 302, febrero.

https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/pages/publication12081_en.pdf

Mundell, R.A. (1963). Capital Mobility and Stabilization Policy Under Fixed and Flexible Exchange Rates. The Canadian Journal of Economics and Political Science, 29, 475-485.

Mundell, R. (1973a), “Uncommon Arguments for Common Currencies”, in H. Johnson and A. Swoboda, ed., *The Economics of Common Currencies*.

Mundell, R. (1973b), “A Plan for A European Currency”, in H. Johnson and A. Swoboda, ed., *The Economics of Common Currencies*.

OPEC. (n.d.). OPEC basket price. Recuperado el 4 de junio de 2024, de https://www.opec.org/opec_web/en/data_graphs/40.htm

Rodrik, D. (2011). *The globalization paradox: Why global markets, states, and democracy can't coexist*. Oxford, New York: Oxford University Press.

Roncaglia, A. (2015). *Economistas que se equivocaron. Las raíces culturales de la crisis*. Zaragoza, España: Prensas de la Universidad de Zaragoza.

Schoenmaker, D. (2011). *The financial trilemma*. *Economics Letters*, 111, 57-59

Vázquez, G. (2007). *Crisis del Sistema Monetario Europeo*. *Revista Universitaria Europea*, 02. Recuperado de <http://www.revistarue.eu/RUE/022007.pdf>

8. APÉNDICE

Regresión del crecimiento económico. Índice de globalización KOF revisado

Table 5 Growth regressions. De jure vs. de facto

Variables	(1) Overall de facto	(2) Overall de jure	(3) Economic de facto	(4) Economic de jure	(5) Social de facto	(6) Social de jure	(7) Political de facto	(8) Political de jure
KOF Globalisation Index	0.0730 (0.0453)	0.146*** (0.0306)	0.0275 (0.0234)	0.0600*** (0.0160)	0.144*** (0.0390)	0.0682* (0.0397)	-0.00825 (0.0205)	0.0828*** (0.0206)
log(Initial level of GDP per capita)	-6.102*** (0.871)	-6.517*** (0.879)	-5.980*** (0.859)	-6.433*** (0.857)	-6.643*** (0.969)	-6.139*** (0.880)	-5.959*** (0.857)	-6.043*** (0.844)
Human capital index	0.835 (1.561)	0.841 (1.587)	1.041 (1.561)	1.439 (1.550)	0.757 (1.681)	0.598 (1.582)	1.193 (1.556)	0.900 (1.602)
log(life expectancy)	4.640* (2.571)	5.605** (2.354)	4.832* (2.568)	5.690** (2.404)	4.828** (2.226)	4.090* (2.448)	4.793* (2.533)	5.670** (2.658)
log(fertility rate)	-0.909 (0.968)	0.378 (0.974)	-1.234 (0.975)	-0.314 (0.948)	-0.144 (0.981)	-0.603 (1.006)	-1.105 (0.981)	-0.178 (0.935)
Investment (% of GDP)	0.140*** (0.0326)	0.127*** (0.0327)	0.143*** (0.0324)	0.139*** (0.0329)	0.139*** (0.0319)	0.134*** (0.0331)	0.143*** (0.0330)	0.130*** (0.0326)
Government consumption (% of GDP)	0.0382 (0.0367)	0.0350 (0.0367)	0.0376 (0.0370)	0.0357 (0.0376)	0.0298 (0.0361)	0.0366 (0.0370)	0.0393 (0.0371)	0.0416 (0.0362)
Rule-of-law index	0.272* (0.143)	0.192 (0.136)	0.274* (0.140)	0.206 (0.138)	0.265* (0.146)	0.265* (0.140)	0.279** (0.138)	0.248* (0.136)
Inflation rate	0.00682 (0.0218)	0.00917 (0.0210)	0.00947 (0.0223)	0.0115 (0.0219)	-0.00140 (0.0214)	0.00694 (0.0221)	0.00904 (0.0221)	0.00782 (0.0210)
Growth rate of terms of trade	0.0503 (0.0414)	0.0583 (0.0404)	0.0512 (0.0410)	0.0545 (0.0399)	0.0464 (0.0406)	0.0579 (0.0411)	0.0546 (0.0412)	0.0570 (0.0421)
Observations	823	823	823	823	823	823	823	823
R-squared	0.346	0.369	0.343	0.354	0.367	0.344	0.340	0.364
Number of countries	137	137	137	137	137	137	137	137

Standard errors are in parentheses

* $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

Fuente: Gygli, S., Haelg, F., Potrafke, N. et al. *The KOF Globalisation Index – revisited*. *Rev Int Organ* 14, 543–574 (2019).