



asociación de economía para
el desarrollo de la argentina

V CONGRESO ANUAL

“Nuevas y viejas restricciones al desarrollo. Contribuciones de la Economía Política para superarlas.”

10 y 11 de septiembre de 2013

Trabajo: **La Crisis de Deuda Soberana en la Unión Europea.**
Una mirada crítica sobre la visión oficial de los hechos.

Autores: Esteban Bertuccio (Lic. en Sociología, UBA)
Lucila Quiroga (Lic. en Economía, UBA)
Juan Manuel Telechea (Lic. en Economía, UBA)



asociación de economía para
el desarrollo de la argentina

Introducción

A cinco años de que se iniciara lo que se conoce como “La Gran Recesión”, la Zona Euro no sólo no evidencia signos de recuperación, sino que, por el contrario, la crisis que hoy atraviesan los países europeos se agudiza. Las políticas de ajuste llevadas a cabo tuvieron los resultados contrarios a los pregonados por las autoridades. Esto pone de manifiesto que la lectura de las causas de la crisis de deuda de la *visión oficial*, compuesta por el Banco Central Europeo (BCE), la Comisión Europea (CE) y el Fondo Monetario Internacional (FMI), ha sido incorrecta.

El objetivo de este trabajo es analizar los argumentos esgrimidos por la *visión oficial*. Ésta afirma, básicamente, que la crisis de deuda europea se asocia a la irresponsabilidad fiscal de los países periféricos (PP) –España, Irlanda, Portugal y Grecia–. De aquí se desprende que el modo de enfrentar la crisis consiste en realizar un ajuste del gasto que permita a estos países hacer frente a sus deudas, para así recuperar la confianza de los mercados financieros.

El caso paradigmático tomado como ejemplo por la visión oficial respecto a la efectividad de la política de ajuste fiscal es el de los países bálticos (Letonia, Estonia y Lituania), que son presentados como una experiencia de “ajuste exitoso”. Allí se aplicaron al pie de la letra las recomendaciones de “consolidación fiscal”, y al poco tiempo estos países experimentaron una recuperación sostenida. Ahora bien, cabe preguntarse si este dinamismo responde a la efectividad del ajuste fiscal o si en realidad operaron otros factores particulares de estas economías que favorecieron la rápida recuperación. De ser así, se desmorona uno de los baluartes de aquellos que insisten con el ajuste.

En contraposición a esta lectura de la crisis, se presenta una visión alternativa, que aquí se denomina *estructural*. Esta última identifica como aspecto central de dicha crisis a los impedimentos inherentes a la Unión Monetaria (UM), que consisten en no permitir lidiar con las diferencias estructurales que existen entre los distintos países miembros. Más precisamente, a partir de la adopción de la moneda única, los PP renunciaron al manejo autónomo de la política monetaria y cambiaria. La imposibilidad de contar con estas herramientas de política económica llevó a desbalances de cuenta corriente y flujos de capital entre los países miembros, que terminaron desencadenando la crisis de deuda actual.

El trabajo se estructura de la siguiente manera: en la sección 1 se describe la situación económica actual del continente europeo, donde se ponen de manifiesto las consecuencias del ajuste; en la sección 2, donde se analiza la visión oficial, en primer lugar se exponen sus argumentos, luego son contrastados con la evidencia empírica y finalmente se analiza el caso emblemático de los bálticos; en la sección 3 se presenta la visión estructural con sus respectivas críticas y argumentos. Por último, se esbozan algunas conclusiones.

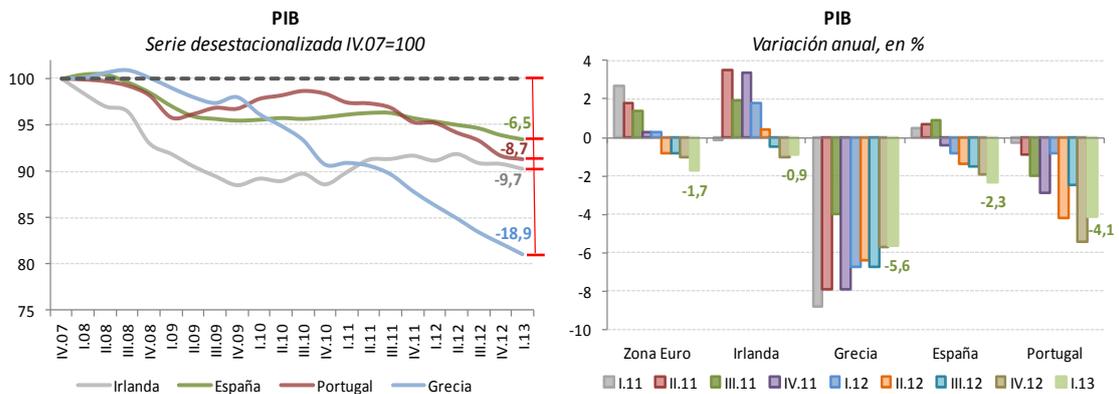
Sección 1: La situación actual de la Unión Europea

La Zona Euro tomada en su conjunto (17 países), acumula 4 trimestres consecutivos con tasas de crecimiento negativas. Todavía más, es dable destacar que a partir de fines de 2010, cuando se disiparon los efectos de la política anticíclica y fue reemplazada por medidas de ajuste fiscal, comenzó el declive de la economía europea.

De todos modos, observar la evolución de la región solo sirve como una primera aproximación ya que existen diferencias sustanciales entre los distintos países miembros. En aquellos pertenecientes a la periferia europea la situación es alarmante: el caso más notorio es Grecia, que lleva 19 trimestres ininterrumpidos de contracción. Así, la brecha del producto respecto al nivel pre-crisis de fines de 2007 es de -18,9% (ver gráfico 1).¹ Portugal lleva 9 trimestres consecutivos de caída, mientras España registra 6 trimestres ininterrumpidos, con una contracción de -2,3% anual en I.13, mayor a las anteriores. Irlanda, que había evidenciado una recuperación más pronunciada, volvió a registrar tasas negativas desde el tercer trimestre de 2012, luego del magro desempeño entre fines de 2008 y comienzos de 2010. El PBI de todos los países de la periferia europea se encuentra en la actualidad por debajo del nivel pre-crisis.

Incluso resulta significativo que la dinámica de las economías de la periferia europea ha arrastrado consigo a los países centrales de la UM, como Alemania, que redujo su PBI -1,4% anual durante el primer trimestre de 2013, o Francia, que ha visto caer su producto por cuarto trimestre consecutivo (-0,9% anual para el primer trimestre de 2013).

Gráfico 1. Evolución del PBI.



Fuente: Eurostat

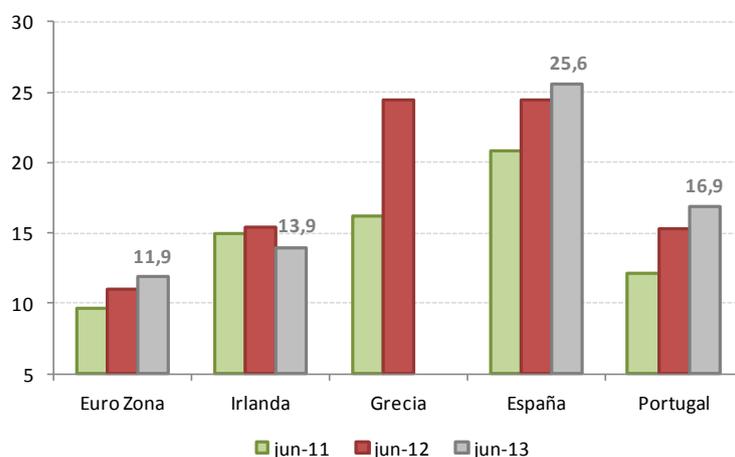
Las medidas de ajuste llevadas a cabo no solo tuvieron un impacto inmediato en el crecimiento económico de los PP sino que además su recomposición demandará como mínimo varios años: para recuperar el nivel pre-crisis del producto (IV.07), Grecia requerirá poco más de 9 años si creciese sostenidamente a una tasa anual de 2,3%. Para

1 La serie desestacionalizada de PBI de Grecia dejó de publicarse en II.11, por lo que, a fin de contar con la serie completa a la actualidad, se realizó el siguiente cálculo: a partir de la variación anual del PBI de la serie con estacionalidad, se le aplicó la variación correspondiente al dato de la serie sin estacionalidad del mismo período del año anterior. Una vez hecho esto, se suavizó la serie reconstruida mediante un promedio móvil de los últimos cuatro trimestres.

el caso de España, Portugal e Irlanda, el tiempo necesario creciendo a esa misma tasa sería de 3 años, 4 años y 4 años y medio, respectivamente².

Por otro lado, el desempleo ha alcanzado niveles record en toda la Zona Euro. En junio último la tasa se ubicó en 12,1%³, manteniéndose en ese nivel por cuarto mes consecutivo, lo que equivale a 19,3 millones de personas desempleadas. En la Unión Europea, la cifra asciende a 26,4 millones. Los países más afectados son España y Grecia, con tasas de 26,3% y 26,9%, respectivamente⁴. En Portugal, la tasa de desocupación alcanzó el 17,4% y en Francia llegó al 11,0%. La desocupación juvenil es del 23,9% en la Zona Euro, y en España y Grecia superó el 55,0%.

Gráfico 2. Tasa de desempleo.



Fuente: Eurostat

Junto al aumento del desempleo, la política de ajuste ha afectado también la retribución a los trabajadores, que cayó sostenidamente desde el inicio de la crisis. Respecto a 2009, la compensación real por empleado⁵ acumula una caída de -8,7% en el caso de Portugal, -6,3% en Irlanda, -6,9% en España y -17,9% en Grecia.

² Esta es la tasa anual promedio de crecimiento de la Zona Euro para el período 1999-2007, es decir, desde que se creó la unión monetaria hasta antes de que comenzara la crisis.

³ Las tasas explicitadas en el texto son sin estacionalidad. No así en el gráfico 2, puesto que se comparan mismos períodos de distintos años.

⁴ El dato de Grecia corresponde a marzo, cuando se interrumpió la publicación de la serie.

⁵ Compensación por empleado implica sueldos y salarios totales más pagos por horas extras y premios dividido por la cantidad de empleados. Es decir, abarca el pago total recibido por el trabajador. Se deflactó por el índice de precios al consumidor, a fin de obtener la capacidad de compra de dicha retribución.



asociación de economía para
el desarrollo de la argentina

Sección 2: La visión oficial

La dramática situación actual en la que se encuentran los países periféricos de la Unión Europea se explica en gran medida por la severa política de ajuste impuesta por la Troika (BCE, CE, FMI) a partir de 2010. Esto significa que los PP llevan más de 3 años embarcados en un recorte de gastos sin obtener los resultados prometidos por estos organismos. Los indicadores económicos y sociales de estos países, analizados en la sección anterior, evidencian el fracaso de estas políticas.

Ahora bien, antes de analizar las razones que explican esto, es menester entender *por qué* se llevó a cabo el ajuste fiscal. Y para esto es necesario estudiar la lectura económica que hizo la Troika de las causas de la crisis de deuda europea, que en este trabajo se denominará la *visión oficial* de los hechos. Ésta sostiene que lo que ocurre actualmente en la UM es una crisis de confianza y encuentra su raíz en la indisciplina fiscal de los PP⁶. La explicación, por lo tanto, descarta que la crisis haya tenido que ver con una falla de la propia unión monetaria, dado que las decisiones en materia de política fiscal fueron llevadas a cabo a nivel nacional.

Su diagnóstico se basa en los modelos de crisis de primera generación (Krugman, 1979), donde los elevados niveles de deuda de los PP son percibidos como señal de insolvencia y vulnerabilidad por los mercados. Esto provoca la retirada en masa de los inversores, desencadenando un ataque especulativo que impacta de lleno en las primas de riesgo de estos países. Así, la deuda pública se torna aún más pesada, y esto termina generando un círculo vicioso.

En principio, la evidencia sugiere que la crisis financiera de 2008 significó costos sustanciales para las cuentas públicas de los PP. Esto se debe a que la crisis obligó a los gobiernos a realizar distintos rescates financieros (principalmente al sector bancario), y a llevar a cabo políticas anticíclicas para sostener la demanda. Si bien ello impidió una recesión profunda, tuvo también su lado negativo en términos de endeudamiento (Van Riet et al, 2010).

Este argumento sostiene que el estallido de la crisis financiera ha significado una transferencia de riesgos desde el sector privado al sector público. Si bien esta afirmación sugeriría que el origen de la crisis se debe a una evolución no sustentable de la deuda privada, tal implicancia no suele figurar explícitamente en su explicación. En cambio, se hace referencia a que la raíz del problema se debe a que al inicio de la crisis financiera los PP tenían un nivel de deuda que superaba los límites acordados en el *Pacto de Estabilidad y Crecimiento*. Es decir, estos países no habían ahorrado lo suficiente en tiempos de bonanza económica.⁷

⁶ Ver, por ejemplo, lo dicho por James Weidmann (Presidente del Bundesbank) en la entrevista realizada el 10 de noviembre de 2011 para el Financial Times o por Antonio Tajani (Vicepresidente de la Comisión Europea) en “The Road to Stability and Growth Speech” en St. Antony's College Oxford, el 17 de Mayo de 2012.

⁷ Lane (2010), “Rethinking National Fiscal Policies in Europe”, disponible en <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/5183>



asociación de economía para el desarrollo de la argentina

De acuerdo a esta visión, el ejemplo a seguir sería Alemania, país que habría logrado mantener sus cuentas públicas ordenadas en los años previos a la crisis como resultado de una política fiscal austera, que luego le permitió actuar sin poner en riesgo sus finanzas públicas y mantener su credibilidad frente a los mercados.

En suma, esta postura identifica la indisciplina fiscal de los PP como la causa principal de la crisis de deuda, ya que en los años previos a la crisis estos países no ahorraron lo suficiente y luego, tras el estallido de la misma, debieron incurrir en cuantiosos gastos para sostener la economía. Esto se tradujo en un aumento del déficit fiscal y de la deuda pública, lo que generó incertidumbre en los mercados financieros y provocó un aumento en las primas de riesgo que pusieron en peligro la capacidad de repago de estos países. De aquí se desprende que para esta teoría los mercados financieros formarían sus expectativas tomando en consideración las variables macroeconómicas fundamentales de una economía (deuda, déficit primario, etc.) y que por lo tanto el deterioro de las mismas explicaría la brecha de las primas de riesgo entre los PP y el resto de los países de la UE.

Por tales motivos, según esta lectura de los hechos el problema principal sería el elevado nivel de deuda pública presente en los PP; y la forma de resolverlo sería llevar a cabo una “consolidación fiscal” (eufemismo utilizado para el ajuste), con el objetivo de lograr la restauración de la confianza de los mercados⁸.

No obstante, a priori nada asegura que el ajuste fiscal sea la medida adecuada para restaurar la confianza de los mercados financieros. Para que esto suceda se requiere que en el corto plazo esta política efectivamente reduzca el coeficiente deuda/PBI. Y dado que este cociente está compuesto por dos elementos estrechamente vinculados entre sí a través del gasto público, la condición necesaria para que esto se produzca es que la contracción del gasto genere una reducción de la deuda *mayor* que la caída del producto que lleva aparejada⁹. Esto esconde un supuesto adicional: la visión oficial asume que el efecto del multiplicador fiscal es menor a 1¹⁰. A partir de esto, el ajuste sería entonces efectivo.

Para entender lo que se encuentra detrás de este supuesto, es necesario adentrarse en el corpus de la teoría económica del mainstream. Así, el resultado de un ajuste dependerá de la combinación de 4 distintos mecanismos (Boyer, 2011):

- 1) Una reducción automática de la demanda efectiva que se da por la caída en el gasto público. Este elemento tiene un efecto negativo inmediato y otro más duradero debido al cambio en las expectativas.
- 2) La contracción del gasto libera fondos para ser utilizados por el sector privado, lo que incentiva la inversión privada vía la reducción en la tasa de interés. Esto es lo que se

⁸ Wyplosz (2010), “The Eurozone Debt Crisis: Facts and Myths”, en <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/4583>

⁹ Por el contrario, si el ajuste genera una caída del producto mayor que la reducción de la deuda, este coeficiente, en lugar de disminuir, aumenta.

¹⁰ Ver por ejemplo las proyecciones del World Economic Outlook (WEO) de Abril 2010 del FMI o del European Economic Forecast Primavera 2010 de la CE.



asociación de economía para el desarrollo de la argentina

conoce como *crowding out*, donde se supone que un mayor gasto público desplaza y desincentiva la inversión privada; ergo, a menor gasto público, mayor inversión privada¹¹.

3) La expectativa de una reducción en el nivel de impuestos en el futuro, por lo que aumenta el consumo hoy. Esto es lo que se conoce como *equivalencia ricardiana*, donde básicamente las personas cuentan con la información necesaria y saben que un menor déficit público hoy significa una caída de los impuestos en el futuro, por lo que aumenta el consumo hoy¹².

4) Una mejora en la balanza comercial, a través de lo que se conoce como *devaluación interna*. El ajuste genera un aumento de las exportaciones (a través de una reducción en los costos salariales) y una caída en las importaciones (a través de la caída del consumo). Este efecto positivo es el que tiene mayor sustento empírico, aunque solo suele ser efectivo para países pequeños y abiertos. En los países más grandes, donde el consumo es el componente principal de la demanda, la caída en la misma supera ampliamente la mejora en la balanza.

De aquí se desprende que para lograr que el ajuste reduzca el coeficiente deuda pública/PBI es necesario que la combinación de los mecanismos 2, 3 y 4 compensen el efecto negativo causado por la reducción del gasto público en la demanda agregada. Asimismo, esto sugiere que la efectividad de este tipo de medidas depende del grado de apertura, de la profundidad financiera y del régimen de acumulación de cada país.

El doble fracaso de la visión oficial

Una vez presentada la lectura de las causas de la crisis y sus recomendaciones de política económica resulta necesario contrastarlas con la evidencia empírica. Esto implica el estudio de la situación fiscal de los PP hasta el estallido de la crisis, por un lado, y su comportamiento posterior, por otro.

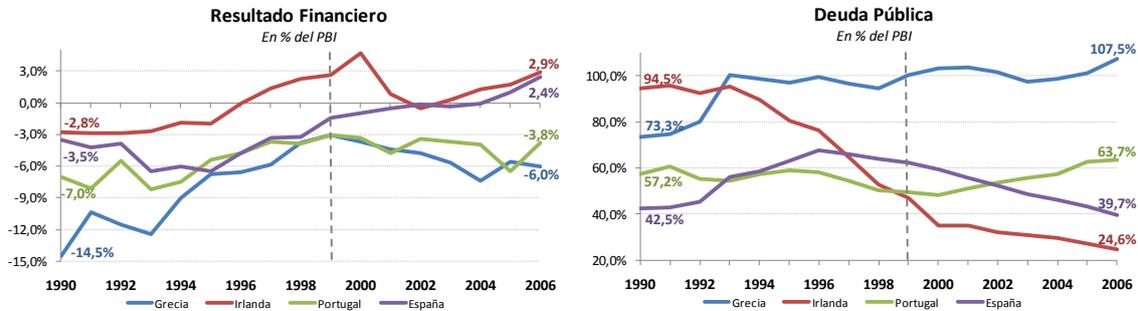
El gráfico 3 muestra la evolución del resultado financiero y de la deuda pública de los PP. A diferencia de lo establecido por la visión oficial, todos estos países, excepto Grecia, mejoraron su situación fiscal año tras año (incluso luego de la introducción del euro), lo que se tradujo en una caída de la deuda pública. Es dable destacar además que, previo al estallido de la crisis, tanto Irlanda como España presentaban un nivel de endeudamiento más que adecuado según los estándares internacionales (25,0% y 36,3%, respectivamente), incluso por debajo de Alemania (65,4%)¹³.

¹¹ La mayor parte de la evidencia empírica sobre los efectos que tiene un déficit fiscal en las tasas de interés no resulta favorable a este argumento: por lo general se observa una relación débil, y en muchos casos ni siquiera es estadísticamente significativa. Además es más probable que la causalidad sea la contraria a la propuesta por esta teoría, es decir que una tasa de interés mayor provoque un gasto y un déficit fiscal más elevado. Ver por ejemplo UNCTAD (2011).

¹² Además de su escasa evidencia empírica, esta teoría se basa en el supuesto del pleno empleo (Arestis y Sawyer, 2003). Por lo tanto resulta muy dudosa la efectividad de este mecanismo para el caso europeo en la situación actual.

¹³ Esta comparación resulta necesaria ya que es muy común escuchar que los PP deberían haber seguido el ejemplo de la austeridad alemana. De todos modos, también se debe aclarar que la comparación de la

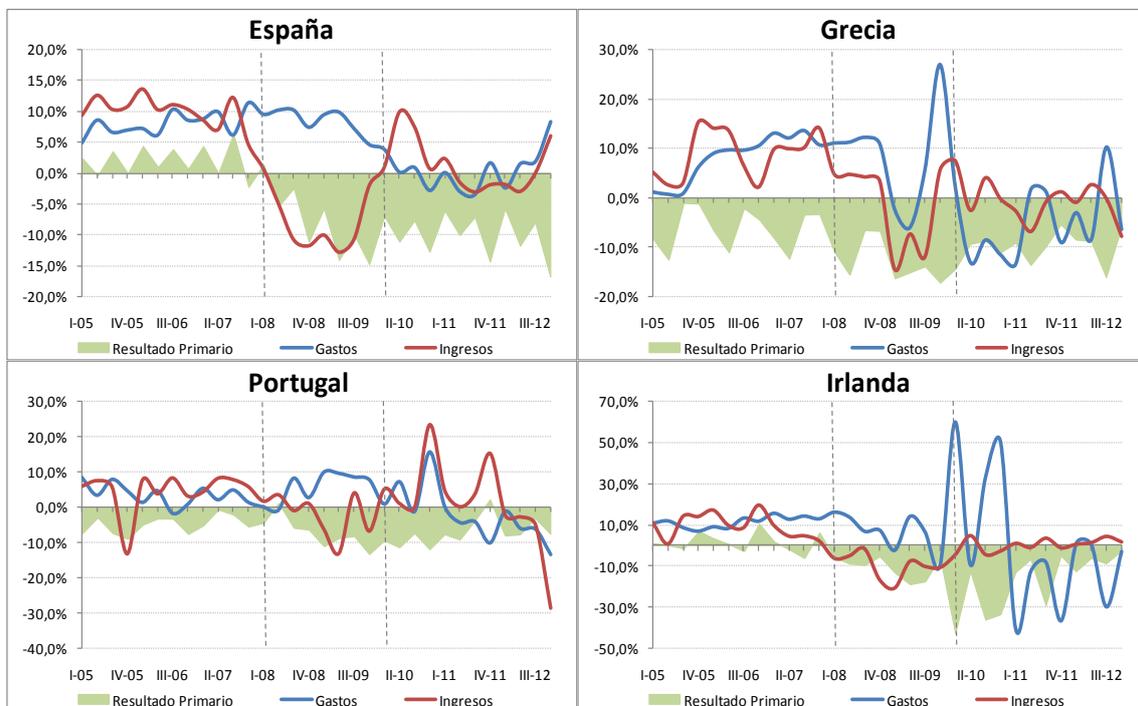
Gráfico 3. Evolución del resultado financiero y de la deuda pública.



Fuente: FMI

El estallido de la crisis subprime en Estados Unidos tuvo un efecto contagio, tanto a través del canal financiero como el comercial, que impactó casi de manera instantánea en toda Europa. En el gráfico a continuación se puede observar que la respuesta inmediata de los gobiernos fue la implementación de políticas anticíclicas, algunas de ellas deliberadas (como los salvatajes al sector financiero), y otras automáticas, a través de los estabilizadores (como el seguro de desempleo). Esto, sumado a la caída de los ingresos provocada por la crisis, hizo que el resultado primario se deteriorara y que por lo tanto la deuda pública de los PP se incrementara notablemente (ver gráfico 4).

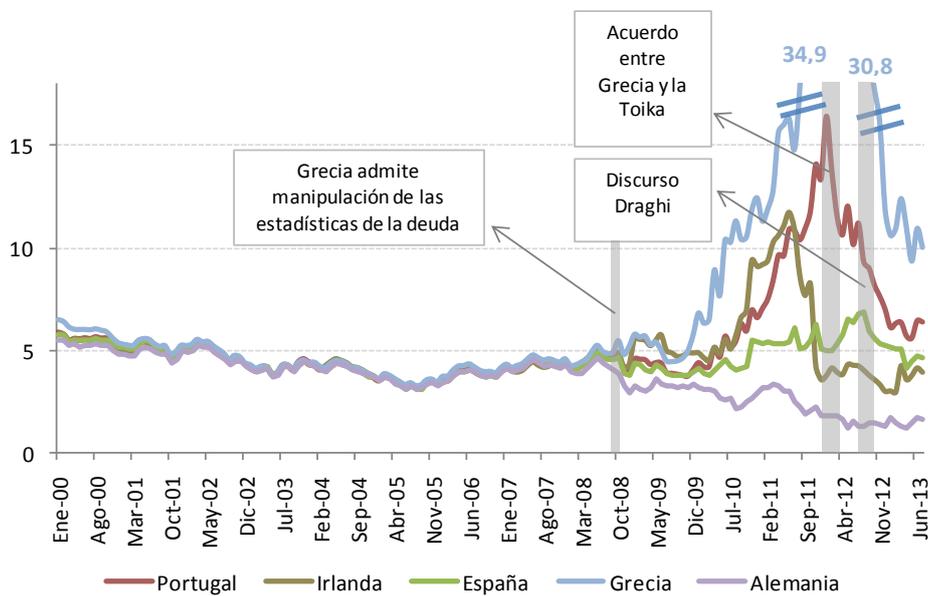
Gráfico 4. Situación fiscal de los PP.



deuda pública de los PP respecto a Alemania no resulta conveniente para entender la sostenibilidad de la misma, dado que Alemania tiene una gran injerencia en el Banco Central Europeo, mientras que los PP no.

Sin embargo, estas medidas de corte keynesiano solo duraron hasta fines de 2009, cuando se detectó la manipulación de las estadísticas de la deuda pública griega. Esto generó pánico en los mercados internacionales por la posibilidad de un default griego, provocando un ataque especulativo que disparó las primas de riesgo del país heleno, arrastrando consigo al resto de los PP.

Gráfico 5. CDS a 10 años (en p.p.)

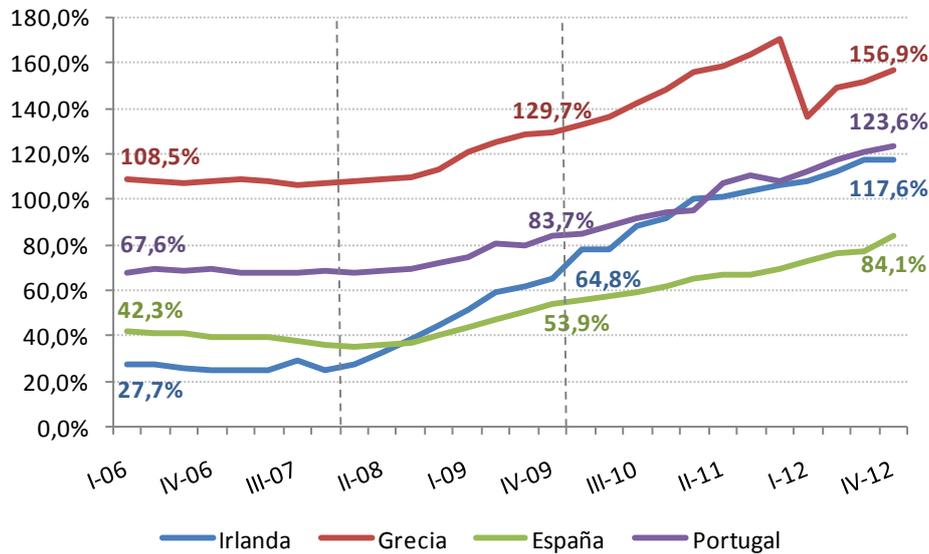


Fuente: Bloomberg

El incremento notable de las primas de riesgo planteó un nuevo problema para los gobiernos europeos, ya que se tradujo automáticamente en un aumento del costo de la deuda de los PP, haciendo muy difícil el manejo de la misma. Además, esto planteó serias dudas sobre la continuidad del euro ya que el default de un país podría desencadenar un efecto dominó que provocara el default del resto.

Consecuentemente, y por lo motivos analizados, la Troika decidió que la manera de calmar a los mercados financieros era a través de un ajuste fiscal. De este modo, obligó a los PP a reducir el gasto público a cambio de distintos *rescates* a estos países. Sin embargo, esto generó la respuesta contraria a la esperada en los mercados, ya que en lugar de bajar, las primas de riesgo continuaron aumentando. Y esto se explica fundamentalmente porque el ajuste no hizo que la deuda se redujera; por el contrario, ésta siguió creciendo y consigo el riesgo de default.

Gráfico 6. Evolución de la deuda pública (en % del PBI).



Fuente: Eurostat

La razón por la que sucedió esto fue que, a diferencia de lo que suponía la visión oficial, el impacto que tuvo el ajuste en el crecimiento de las economías de los PP fue sumamente recesivo y perdurable en el tiempo; es decir, el multiplicador fiscal fue claramente subestimado por las autoridades¹⁴. Y la explicación se encuentra en los supuestos adoptados por el corpus teórico del mainstream para fundamentar la existencia de un ajuste exitoso. La evidencia empírica demuestra que estos no se cumplen en la realidad, y que por el contrario el gasto público resulta un componente clave para determinar la demanda agregada e, implícitamente, el ahorro del sector privado¹⁵.

El ajuste tuvo un doble efecto negativo sobre la deuda: por un lado contrajo el producto, y por otro redujo los ingresos fiscales (haciendo que el resultado primario sea menor). Ambos elementos provocan un aumento del coeficiente deuda/producto¹⁶.

¹⁴ La subestimación del multiplicador fiscal fue posteriormente reconocida por el FMI, ver FMI (2012).

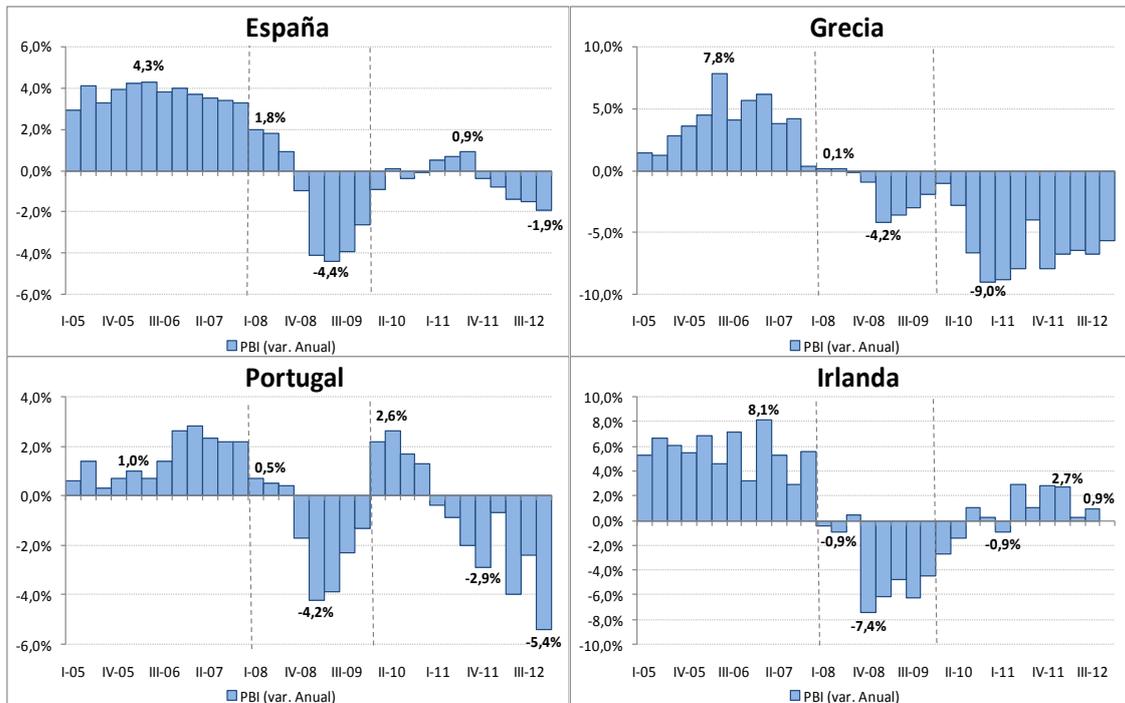
¹⁵ El supuesto clave para justificar un ajuste exitoso es la respuesta del sector privado frente al ajuste. A partir de la identidad contable:

$$\text{Ahorro doméstico} = \text{Inversión privada} + \text{Déficit público} + \text{Superávit externo}$$

El *mainstream* sostiene que un incremento del déficit público deberá venir acompañado de una caída de la inversión privada. El error aquí es suponer que la inversión privada es independiente del déficit público. Si, por el contrario, se toma al ahorro del sector privado como una variable endógena que depende del gasto público, entonces un ajuste provocaría una caída del ahorro privado, y no un aumento, como presupone el *mainstream* (Ciccone, 2010).

¹⁶ Esto se debe a que la caída de los ingresos fiscales provoca que, ceteris paribus, se incremente el stock de deuda (lo que incrementa el numerador del coeficiente deuda/producto); mientras que la caída del producto genera una reducción del denominador del coeficiente. De este modo, ambos efectos contribuyen a incrementar el coeficiente deuda/producto.

Gráfico 7. Evolución del PBI en los PP.



Fuente: Eurostat

Todavía más, De Grauwe y Ji (2013) muestran que existe una estrecha relación ($R^2 = 0,97$) entre la severidad de los ajustes en los PP y la brecha en las primas de riesgo. La conclusión a la que arriban entonces es que el temor generado en los mercados se tradujo en pánico en los hacedores de política económica de la UE, que aplicaron recortes cuya magnitud se explicaba casi en su totalidad por la brecha en las primas de riesgo, creando un círculo vicioso.

Finalmente, la calma en los mercados llegó, pero no por los motivos argumentados por la visión oficial (ver gráfico 5). La reducción de las primas de riesgo en los PP se cristalizó a partir del anuncio de Mario Draghi, presidente del BCE, de hacer “todo lo que sea necesario para salvar al euro”. Esta promesa, con el posterior lanzamiento del programa de compra de deuda pública por parte del BCE, fue captado por los mercados financieros como la declaración definitiva de que este organismo pasaría a actuar como prestamista de última instancia de los PP, disipando toda posibilidad de default.

En suma, lo que se observa es un doble fracaso de la visión oficial: no solo su lectura de las causas de la crisis fue errónea, sino también las medidas de ajuste llevadas a cabo para remediarla. Esto se explica, por un lado, por la incapacidad de la visión oficial de reconocer que el desajuste fiscal de los PP fue la consecuencia de la crisis y no su origen; y por otro, a partir de la creencia de que el ajuste era la herramienta correcta para reducir el coeficiente deuda/PBI.



asociación de economía para
el desarrollo de la argentina

El ajuste “exitoso” de los bálticos

Como se mencionó en la introducción, los países bálticos (Estonia, Letonia y Lituania) son tomados por las autoridades europeas como el ejemplo exitoso de una “devaluación interna” y como un ejemplo a seguir para los PP¹⁷, frecuentemente acusados por las autoridades europeas de no cumplir exhaustivamente con los recortes y las reformas por ellas planteadas. Por lo tanto, resulta relevante analizar el proceso atravesado por estas economías en los últimos años y determinar si efectivamente fue el ajuste lo que permitió la recuperación del nivel de actividad.

Los países bálticos suelen ser analizados como un grupo homogéneo ya que poseen características similares, tanto económicas como sociales. Aún cuando es evidente que existen rasgos idiosincráticos que diferencian estas economías, el análisis conjunto permite estilizar el estudio de los procesos que presentaron durante y después de la crisis internacional¹⁸.

Los bálticos se incorporaron a la Unión Europea (UE) el 1º de mayo de 2004, y hacia fines de 2005 adoptaron un esquema de tipo de cambio fijo con el euro, con el objetivo de ser parte de la Zona Euro una vez que lograran cumplir las metas del tratado de Maastricht¹⁹. Desde su ingreso a la UE, estos países registraron elevadas tasas de crecimiento, solo interrumpidas por la crisis. Entre 2004 y 2007 el crecimiento promedio de Estonia y Lituania fue 8,2% anual, mientras que Letonia registró un 9,9% anual.

La suba fue impulsada principalmente por un rápido incremento del crédito al sector privado que se canalizó al consumo y a la construcción, generando una burbuja de precios en el sector inmobiliario, acumulación de déficits en el sector externo, en las cuentas fiscales y de la deuda externa. Asimismo, la incorporación a la UE implicó el acceso a los fondos²⁰ destinados a los países miembros (Medaiskyte y Klyvienė, 2012).

¹⁷ Ver por ejemplo el artículo “Lessons from Latvia” de O. Blanchard, jefe de economistas del FMI, disponible en <http://www.voxeu.org/article/lessons-latvia>

¹⁸ Estos países se encuentran en una misma región geográfica, los tres fueron anexados por la Unión Soviética y posteriormente recuperaron su independencia, rasgo que le aporta una idiosincrasia particular a estas sociedades, que se caracterizan por un bajo nivel de conflictividad social (Kuokštis y Vilpišauskas, 2010). Las tres son economías pequeñas y abiertas: la participación en el PBI mundial (promedio 2004-2007) de Estonia es 0,04%, la de Letonia 0,05% mientras que la de Lituania 0,08%. El coeficiente de apertura $-(X+M)/2/PBI$ alcanza 76% en Estonia, 53% en Letonia y 64% en Lituania. Otra de las características relevantes es que los tres países poseen un mercado laboral flexible, lo cual se traduce en un bajo nivel de sindicalización, facilidad para el despido de trabajadores y contratos similares a los del sector privado para trabajadores públicos (Medaiskyte y Klyvienė, 2012). Esto facilita en gran medida la implementación de fuertes ajustes ya que no generan un estallido social o elevados niveles de conflictividad.

¹⁹ Estonia finalmente logró cumplir las metas del tratado y el 1º de enero de 2011 adoptó como moneda de circulación el Euro.

²⁰ Estos fondos comprenden el Fondo de Cohesión (destinado a financiar proyectos de infraestructura y medio ambiente), Fondo Estructural (su objetivo es promover la convergencia de los países menos



asociación de economía para el desarrollo de la argentina

Esta dinámica de crecimiento resulta en líneas generales similar a la observada en los PP, cuya incorporación a la Unión Monetaria facilitó el acceso al crédito, impulsando el consumo privado. Sin embargo, en el caso báltico, el dinamismo del crédito se centró principalmente en subsidiarias de bancos nórdicos, en particular de bancos suecos. A fines de 2008 los bancos de Suecia habían prestado cerca de € 43.000 millones a estos países, lo que representa más del 70% de su PBI. Dos de los principales bancos suecos, el SEB y el Swedbank, comprenden el 80% del mercado de Estonia, el 55% del de Lituania y el 60% del de Letonia. Por lo tanto, mientras que los principales acreedores de los PP son Alemania y Francia, los países bálticos tuvieron una mayor integración con Suecia (Ingves, 2010).

La crisis internacional encontró a estas economías en una situación financiera frágil, con un elevado nivel de endeudamiento privado y déficits gemelos²¹. Al igual que en muchos otros países, la crisis global se manifestó sobre la economía de los bálticos por dos canales. Por un lado, el menor dinamismo internacional tuvo un efecto notable en el sector externo a través del canal comercial. Por otra parte, la reversión de los flujos de capitales y el endurecimiento de las condiciones crediticias, como consecuencia de la crisis y de la desconfianza sobre la sostenibilidad del rápido crecimiento, hicieron que también en estos países estallara la burbuja que se había gestado previamente a partir de su incorporación a la UE.

Ante esto, los países bálticos se enfrentaron básicamente con dos opciones de política a seguir: devaluar el tipo de cambio (abandonando la paridad y por lo tanto, el compromiso con la UE) o una devaluación interna de modo de mejorar el desbalance externo. Mientras que la devaluación del tipo de cambio implicaba un fuerte costo en términos de riqueza (la deuda del sector privado estaba en gran parte denominada en euros) y limitaba las posibilidades de entrar al euro, la devaluación interna suponía, según la *visión oficial*, un ajuste expansivo que impulsaría la confianza y la inversión. Los gobiernos de los tres países eligieron este último camino, evidenciando un gran compromiso con la UE.

Por lo tanto, el ajuste interno implicó un fuerte recorte del gasto: éste pasó de crecer al 19,7%, 25,0% y 20,1% promedio entre 2006-2008 para Estonia, Letonia y Lituania, a contraerse -5,0%, -5,7% y -3,4%, respectivamente, en los años siguientes. Este drástico recorte se centró en cuatro ejes (Purfield y Rosenberg, 2010):

- Reducción de todas las partidas presupuestarias del sector público. En Letonia, por ejemplo, los recortes fueron particularmente fuertes en los presupuestos de salud y educación. Los tres gobiernos redujeron el presupuesto destinado a la inversión pública.

desarrollados e impulsar áreas con dificultades estructurales) y el Fondo de Agricultura y Pesca (se destinan a subsidiar precios y financiar directamente a agricultores y pescadores).

²¹ Con excepción de Estonia, que registró un superávit fiscal (promedio 2004-2007) de 2,3% del PBI. Letonia y Lituania mostraron un déficit fiscal de -0,6% y -0,9%, respectivamente, en el mismo período.



asociación de economía para el desarrollo de la argentina

- Aplicación de aumentos impositivos, en particular sobre el IVA: Letonia y Lituania aplicaron un incremento de 3 p.p, llevando el impuesto a 21%, mientras que Estonia lo incrementó en 2 p.p, ubicándolo en 20%.
- Recortes de salarios públicos, a la par de los ajustes en el sector privado.
- Puesta en marcha de reformas estructurales en los beneficios sociales y sistemas jubilatorios (por ejemplo, incremento en la edad jubilatoria).

El fuerte recorte de salarios provocó una notable desaceleración de la inflación, hasta alcanzar una deflación durante fines de 2009 y principios de 2010. Estos ajustes fiscales en medio de la crisis provocaron además un drástico deterioro de la actividad. Desde el pico precrisis hasta el mínimo, las economías evidenciaron un desplome en la actividad de -19% (Estonia), -24% (Letonia) y -16% (Lituania). El costo en materia de empleo también fue significativo, y la tasa de desocupación es todavía muy alta (para el primer trimestre de 2012 ésta fue de 5,1 p.p., 6,4 p.p. y 9,0 p.p. por encima del mínimo previo a la crisis, en Estonia, Letonia y Lituania, respectivamente). Todavía más, parte de la recuperación que se observa en la tasa de desempleo a partir de fines de 2010 responde a la salida de trabajadores de la fuerza de trabajo, ya que el empleo muestra un estancamiento en el mismo período. La emigración *neta* muestra una aceleración sostenida desde el inicio de la crisis, y para 2010 ésta representó para Lituania el 2,3% de la población total, mientras que en Letonia y Estonia ascendió a 1,1% y 0,2%, respectivamente.

Por otro lado, el sector externo evidenció una rápida reversión del déficit registrado durante los últimos años. En 2009 los tres países registraron un superávit de cuenta corriente, que si bien en parte respondió a una caída en las importaciones como consecuencia del menor nivel de actividad²², también se explica por un repunte de las exportaciones a partir de mediados de 2009.

Luego de la profunda recesión, a mediados de 2010 las tres economías registraron tasas de crecimiento positivas. Entre el tercer trimestre de 2010 y el primero de 2013 Estonia creció en promedio 5,3% anual, Letonia 4,9% y Lituania 4,3%. Varios analistas, incluso pertenecientes a la Troika, sugirieron que este rebote indicaría que la devaluación interna habría sido efectiva, teniendo en cuenta la reacción de las exportaciones y el crecimiento²³.

No obstante, al estudiar en profundidad los hechos, se observa que esto no fue así. En primer lugar, pese a la profunda recesión, su sistema financiero no sufrió recurrentes episodios de *stress*. Como se mencionó anteriormente, una de las diferencias centrales entre los PP y los bálticos es la presencia de subsidiarias de bancos suecos en la economía. Los bancos suecos tenían una amplia exposición a la situación de los bálticos, ya que emitieron créditos por un monto equivalente a cerca de 20% de su PBI. Ante la posibilidad de que la crisis báltica pudiera afectar su propia economía, el Banco

²² La contracción de las importaciones alcanzó un 40% anual en las 3 economías durante II.09.

²³ Ver por ejemplo, el artículo del FMI disponible en <http://blog-imfdirect.imf.org/2012/06/01/latvia-beat-the-odds-but-the-battle-is-far-from-over/>; o el de The Economist disponible en <http://www.economist.com/node/21556580>



asociación de economía para el desarrollo de la argentina

Central de Suecia salió al rescate de los bancos mediante el fondeo de las casas matrices para evitar el colapso de su sistema financiero. El Banco Central de Suecia acordó con el Banco Central de Estonia la disponibilidad de fondos para actuar en caso de un recrudecimiento de la crisis. En Lituania las casas matrices proveyeron de liquidez a las subsidiarias. Esto impidió la profundización de la crisis en el sistema bancario, lo cual hubiera tenido fuertes implicancias en materia fiscal.

El caso de Letonia merece un análisis especial ya que el sistema financiero no mostró la “solidez” que se observó en los otros países. Uno de los principales bancos del país, Parex, estaba controlado por capitales locales y tuvo que ser rescatado por el gobierno a fines de 2008. Este rescate tuvo un fuerte impacto en la economía letona, que debió pedir ayuda financiera, recibiendo un paquete por parte del FMI y la Comunidad Europea por un total de € 7.500 millones. Asimismo, dada la fuerte exposición del sistema bancario sueco, el banco central de ese país aportó € 1.000 millones, mostrando un fuerte compromiso del gobierno con la estabilización de los bálticos.

En segundo lugar, al formar parte de la UE, los bálticos pudieron contar además con capitales provenientes de distintos fondos (Fondo de Cohesión, Fondo Estructural y Fondo Agrícola). Esta ayuda supera el 4% del PBI desde 2009. Por lo tanto, si bien los países bálticos redujeron su gasto corriente, incrementaron la utilización de fondos de la UE destinados a la inversión y a programas sociales o reemplazaron recursos nacionales por fondos de la UE.

Cuadro 1. Fondos de la Unión Europea.

Fondo de Cohesión, Fondo Estructural y Fondo Agrícola; en % del PIB

	2007	2008	2009	2010	2011	2012 (p)	2013 (p)
Estonia	3,0%	3,2%	4,0%	4,2%	4,1%	4,2%	4,2%
Letonia	3,2%	3,1%	4,2%	4,6%	4,4%	4,4%	4,5%
Lituania	3,6%	3,4%	4,4%	4,5%	4,3%	4,3%	4,3%

Fuente: Comisión Europea

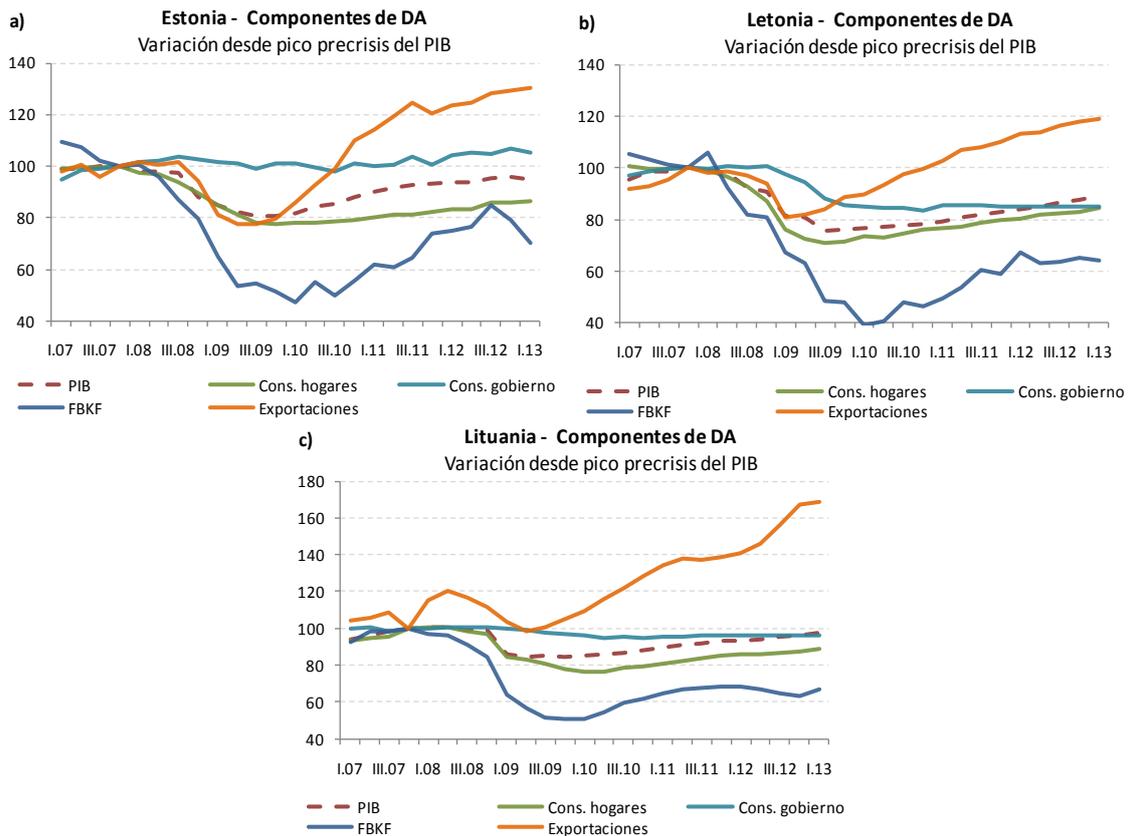
Estas dos características particulares de los países bálticos contribuyeron a limitar el impacto de la crisis y por lo tanto propiciaron una rápida salida de la recesión. Asimismo, el fuerte ajuste del gasto corriente durante 2009 y 2010 se revirtió a partir de 2011, diluyendo el efecto contractivo de la política fiscal.

Al analizar los componentes de la demanda agregada que impulsan la recuperación, se observa que en los tres países solo las exportaciones superaron los niveles previos a la crisis. A primera vista, esto podría sugerir que fue la “devaluación interna” lo que permitió la recuperación, pero quedan algunos interrogantes por responder. Por un lado, si bien comenzó a recuperarse, la inversión bruta fija está lejos de alcanzar los niveles precrisis, lo que pone en duda el argumento de que la consolidación fiscal habría estimulado la confianza y la inversión. Por el otro, el crecimiento parece explicarse principalmente por la demanda externa, en un contexto interno que permanece deprimido, hecho incongruente con una recuperación de la confianza.

La debilidad de la demanda interna responde a que la crisis desencadenó un proceso de despalancamiento de los hogares luego del ciclo de endeudamiento que atravesaron

durante los años previos a la crisis y, en el marco de las políticas de austeridad implementadas por el gobierno, a la drástica reducción en los ingresos de los endeudados. Esto tiene como resultado que el consumo no logró recuperar los niveles del pico máximo pre-crisis.

Gráfico 8. Componentes de la Demanda Agregada.

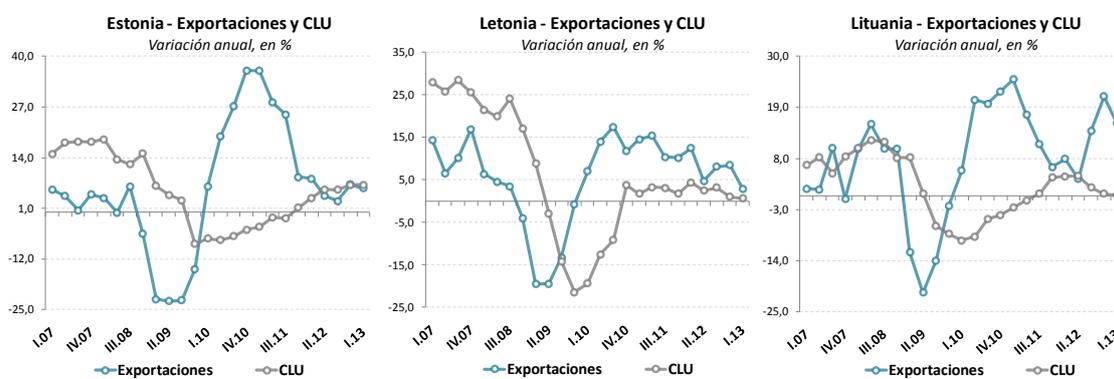


Fuente: Eurostat

El siguiente paso es evaluar si este dinamismo exportador responde a la mejora en la competitividad-precio de los Bálticos como consecuencia de la caída en los Costos Laborales Unitarios (CLU), o si hay otros factores que favorecieron al despegue de las exportaciones. La reducción de los salarios fue elevada en el caso del sector público y menor en el privado, lo que sugiere que la mejora en la competitividad para los bienes transables no habría sido tan importante. En Estonia, los salarios públicos disminuyeron en un -7,6% y -2,6% en 2009 y 2010 respectivamente, mientras que los privados cayeron en -4,6% en 2009, pero aumentaron 0,9% en el siguiente año. En Letonia, los salarios públicos se recortaron -11,1% y -1,1% en cada año, mientras que los privados se redujeron -6,6% y -1,3%. Solamente en el caso de Lituania el ajuste fue más simétrico: el salario público disminuyó -2,2% y -4,2% en 2009 y 2010, y el privado -6,4% y -3,7%. A esto debe sumarse que a partir de 2011 tanto los salarios como los precios retomaron su senda alcista, erosionando parte de esta ganancia en la competitividad.

Por otro lado, al observar el gráfico a continuación no se puede establecer una relación clara entre los CLU y las exportaciones: en Estonia, a partir del primer trimestre de 2010 se observa un incremento constante en los CLU mientras que las exportaciones primero se expanden y luego se contraen; en Letonia, a partir del último trimestre de 2010 los CLU se mantienen constantes mientras que las exportaciones se reducen constantemente; por último, Lituania es el único caso donde parecería que esta relación se cumple, aunque hay un período bastante extenso (entre el primer trimestre de 2010 y el primer trimestre de 2011) donde tanto las exportaciones como los CLU aumentan²⁴.

Gráfico 9. Exportaciones y CLU en los Bálticos.



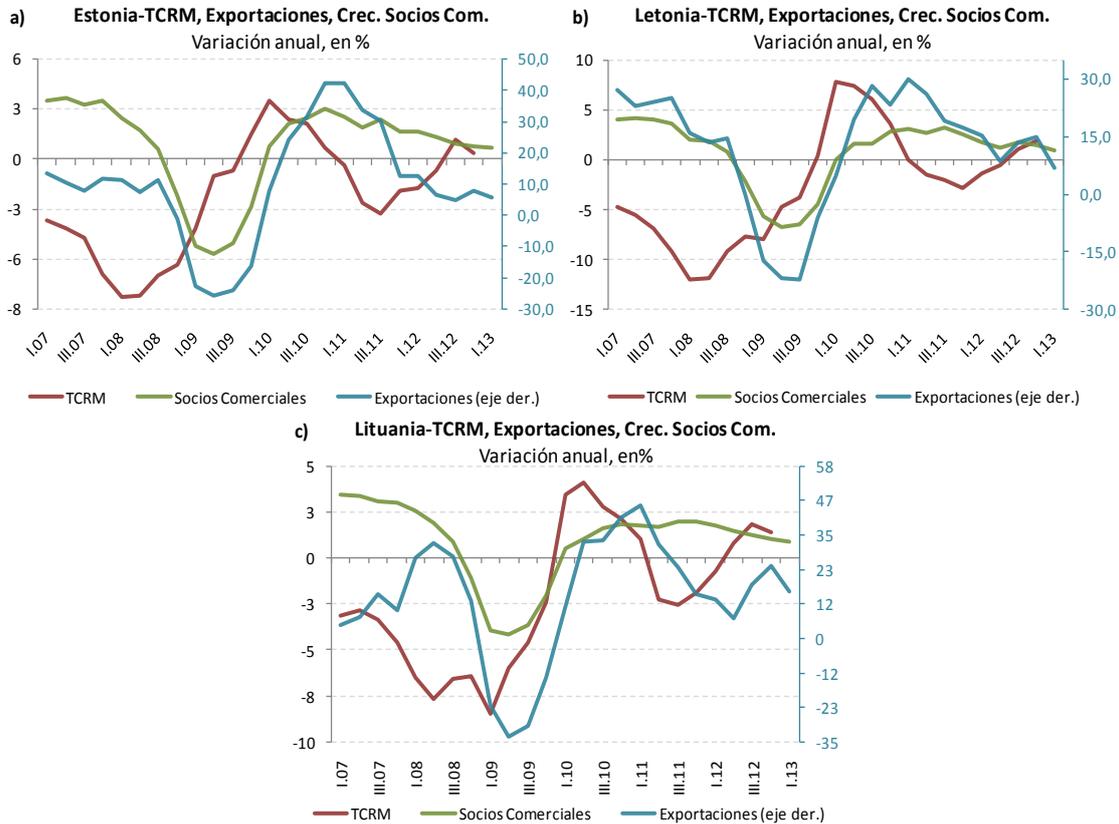
Fuente: Eurostat

Por otra parte, dado que la competitividad salarial difícilmente haya resultado decisiva, una posible explicación del dinamismo de las exportaciones puede encontrarse en el rol de los principales socios comerciales. Mientras que los PP tienen como principal destino países dentro de la Unión Monetaria, los países bálticos poseen relaciones comerciales más estrechas con los países nórdicos²⁵. Este grupo de países logró una rápida recuperación luego de la crisis internacional, e incluso en el caso de Polonia, otro importante destino de las exportaciones bálticas, no se observó recesión. El gráfico 10 ilustra la relación entre las exportaciones, el crecimiento de los principales socios comerciales de los bálticos y el tipo de cambio real multilateral (TCRM). Los datos sugieren una relación más directa con el nivel de actividad de los socios que con la competitividad: de hecho, pese a que el tipo de cambio real comenzó a declinar en 2011, las exportaciones siguieron creciendo.

²⁴ Existen además varios motivos que hacen que los CLU no sean indicadores representativos de la competitividad de un país. Al respecto, ver Felipe y Kumar (2011).

²⁵ Destinos de exportación en 2011. Estonia: Rusia (16%), Suecia (14%), Finlandia (14%), Letonia (7,2%). Letonia: Lituania (18%), Estonia (14%), Rusia (11%) y Alemania (8%). Lituania: Rusia (17%), Letonia (10%), Alemania (9%) y Polonia (7%). España: Francia (18%), Alemania (10%), Portugal (9%) e Italia (9%). Portugal: España (25%), Alemania (14%), Francia (12%), Angola (6%). Irlanda: Estados Unidos (23%), Reino Unido (16%), Bélgica (15%) y Alemania (7%). Grecia: Italia (9%), Turquía (8%), Alemania (8%) y Chipre (6%).

Gráfico 10. Tipo de Cambio Real Multilateral, Exportaciones y Crecimiento de los principales socios comerciales.



Fuente: Eurostat

En suma, lo que se observa es que, a diferencia de lo postulado por la visión oficial, la recuperación de los bálticos no estuvo explicada por un ajuste expansivo, sino por otros factores que permitieron que estos países retomaran la senda del crecimiento rápidamente: la provisión de fondos por parte de la UE, la liquidez inyectada en el sector financiero, principalmente realizada por el Banco Central de Suecia, y el repunte de las exportaciones, que parecería estar más relacionada con la evolución económica de los socios comerciales que con la mejora en la competitividad. De aquí se desprende que el ajuste realizado en estos países podría haber sido evitado, y con ello las drásticas caídas en el nivel de empleo.

Por otro lado, aun si se desestimara el análisis aquí realizado, existen razones más evidentes para explicar por qué un ajuste no sería expansivo en los PP: a diferencia de los bálticos, en estos países (con la excepción de Irlanda) las exportaciones no tienen un peso tan relevante en el producto, por lo que si aun se sostiene que un ajuste puede fomentar el crecimiento de las exportaciones, esto se vería contrarrestado por la caída de los componentes internos.



asociación de economía para
el desarrollo de la argentina

Sección 3: La visión estructural

Existe una visión alternativa a la oficial, denominada *visión estructural*, que ofrece una lectura diferente de los hechos. Esta teoría postula, sucintamente, que la causa de la crisis de deuda europea se relaciona con los desbalances externos generados a partir de la creación de la UM. Así, una explicación plausible sería que la introducción de la moneda única impuso severas limitaciones a los países miembros para poder lidiar con las diferencias estructurales existentes entre éstos, dado que tuvieron que renunciar al manejo de la política monetaria y cambiaria, herramientas claves para corregir estas diferencias. Este herramental quedó en manos del BCE, cuyo objetivo principal no estuvo orientado a corregir estos problemas sino a mantener la estabilidad de precios.

Por tales motivos, resulta necesario en primer lugar analizar los orígenes históricos y las discusiones teóricas que se generaron a partir de la creación de la UM, y en una segunda instancia estudiar su evolución y desempeño hasta la actualidad, con el objetivo de dilucidar las causas que llevaron a la crisis de la deuda europea.

Los orígenes de la Unión Monetaria

Como se mencionó previamente, la visión estructural encuentra en la misma arquitectura de la UM las causas que llevaron a la crisis europea. Por el contrario, la visión oficial rechaza cualquier hipótesis vinculada con esto último, dado que aceptar algo así implicaría reconocer su error al momento de diseñar e implementar la UM.

Por este motivo resulta importante analizar brevemente la teoría de las áreas monetarias óptimas (OCA, por sus siglas en inglés), que fue el sustento teórico del diseño de la UM. Siguiendo el trabajo de Mongelli (2002), se identifican 3 etapas en la evolución de esta teoría: la fase *pionera*, donde se establecieron los principales requisitos de una OCA; la fase *costos-beneficios*, que agrupó estos requisitos con el objetivo de evaluar las ventajas y desventajas de la integración monetaria; y por último la fase de *revalorización* de la OCA, en la cual se revisaron estos requisitos y se hicieron nuevos aportes, dando lugar a una “nueva” teoría de las OCA.

La fase pionera se inició con el trabajo de Mundel (1961), donde el autor analizaba, por un lado, las ventajas y desventajas de un esquema de tipo de cambio fijo respecto a uno flexible y por otro se planteaba cuáles eran las condiciones que una región debía tener para adoptar un tipo de cambio único. A partir de esto último, diversos autores fueron realizando aportes y delinearón así las características que una OCA debía cumplir. Entre éstas, cabe destacar:

- Flexibilidad de salarios y precios
- Movilidad de factores
- Integración financiera
- Elevada apertura económica
- Tasa de inflación similar
- Integración fiscal
- Integración política



asociación de economía para el desarrollo de la argentina

Esto trajo aparejado un debate acerca de cuáles eran los requisitos más importantes, al igual que los beneficios y desventajas de adoptar una moneda común, dando inicio a la fase de costos-beneficios.

Entre los beneficios de una UM cabe destacar la reducción en los costos monetarios de transacción, el incremento en los flujos intrazona de capital y mercancías como así también el acceso a mercados financieros más transparentes. Por otro lado, entre los costos se destaca principalmente la pérdida de la política monetaria y del tipo de cambio como herramientas de política económica.

De lo anterior se desprende que una unión monetaria va a ser preferida *sólo si* los beneficios de ser parte de la misma superan a los costos. Esto equivale a decir que los países miembros deben contar con ciertos atributos que permitan llevar a cabo otro tipo de políticas económicas para estabilizar la economía ante desequilibrios externos, ya que no cuentan con el manejo de la política monetaria y el tipo de cambio.

Corden (1972) destaca que ante un shock externo negativo, un país que forma parte de una unión monetaria deberá recurrir a una política de *absorción de gasto*, como por ejemplo un ajuste fiscal que equilibre la cuenta corriente. Asimismo, deberá contar con cierta flexibilidad en los salarios y en los precios que provoque un ajuste del tipo de cambio real. Entre estas dos herramientas existe una estrecha relación, dado que una mayor flexibilidad de precios y salarios permite que el ajuste fiscal sea menor.

Por otro lado, la movilidad de los factores de producción también es un elemento que puede contribuir a mitigar los efectos negativos. No obstante, sólo los movimientos de capital pueden resultar efectivos como mecanismo de respuesta en el corto plazo, dejando la movilidad del trabajo para un lapso de tiempo mayor.

A pesar de los factores mencionados, en esta época predominaba en el *mainstream* la idea de que la política monetaria junto con el tipo de cambio eran dos herramientas indispensables para el manejo de la economía, y por ende mucho más efectivas y menos costosas que estos elementos alternativos. Todavía más, existía la creencia de que el gobierno podía elegir el nivel de inflación y de desempleo deseado a través de una curva de Phillips de corto plazo. Todo esto hacía que a nivel académico se prefiriera la soberanía de la política monetaria y el tipo de cambio en lugar de la formación de una unión monetaria, donde los países resignaban estas herramientas.

Sin embargo, la crítica monetarista de la Curva de Phillips debilitó notablemente esta visión, y con ello los costos de perder el control de estos dos instrumentos. Esto dio lugar al surgimiento de la tercera fase, conocida como la revalorización de la OCA, que adoptó una posición claramente a favor de la integración económica.

Una síntesis consumada de esta etapa fue la publicación del trabajo “One Market, One Money” de Emerson et al. (1990). Allí, analizan los principales costos y beneficios para el caso europeo, al igual que nuevas contribuciones realizadas por distintos autores.

En primer lugar, si bien reconocen que en Europa la movilidad del factor trabajo es baja, no sucede lo mismo con la movilidad de capital físico y financiero, que ya tenía



asociación de economía para el desarrollo de la argentina

una magnitud relevante y se encontraba en expansión para la época. Según los autores, esto provee una herramienta alternativa de ajuste sumamente poderosa.

En segundo lugar, la crítica monetarista mencionada previamente minimizó la efectividad de la política monetaria para controlar la economía. Asimismo, desarrolló la teoría de que la inflación en el largo plazo no produce ningún tipo de beneficios económicos. Por el contrario, una inflación elevada estaría asociada con un mayor desempleo y menor crecimiento, y reducirla implica costos elevados. Por lo tanto, estos autores establecen que en una unión monetaria debe ser primordial mantener una inflación baja y estable.

Un argumento que refuerza aún más esta postura es el de la credibilidad respecto al compromiso a mantener bajo el nivel de precios. Un país con poca reputación en este sentido podría automáticamente mejorarla, fijando su tipo de cambio al de un país con mayor credibilidad (Giavazzi y Giovannini, 1989). Por tales motivos, en una unión monetaria todos los países miembros se verían beneficiados y podrían equilibrar su tasa de inflación siempre y cuando la política monetaria sea controlada por un país que ostente elevados niveles de credibilidad.

De este modo, se observa que en esta tercera etapa de la OCA hubo una clara reivindicación a favor de la unión monetaria, ya que los nuevos aportes realizados tendieron a minimizar y a quitarle importancia a los costos de perder la soberanía monetaria, al mismo tiempo que brindaba nuevas ventajas a favor de la integración.

Más aún, resulta esencial destacar que a la luz de los hechos se observa que una gran parte de los aportes realizados por toda la teoría de la OCA fue incorporada en el diseño de la estructura de la Unión Europea (priorización de la inflación como la variable macroeconómica primordial a tener en cuenta, manejo del BCE por un país con elevada credibilidad como Alemania, creencia en el ajuste automático a través de la movilidad del capital financiero, etc.). Esto es de suma relevancia para el análisis de los hechos posteriores ya que, como se verá en la sección siguiente, la postura alternativa identifica la arquitectura de la UM como una de las principales causas de la crisis.

¿Área monetaria óptima?

Un primer hecho a destacar en relación a la teoría de la OCA es la noción del dinero que se encuentra detrás de esta teoría. Esta concepción, denominada *metalista*, asume que el dinero surge como un proceso de reducción de costos de transacción entre privados, donde el gobierno no tiene ningún rol visible. Así, el mismo razonamiento es aplicado al espacio geográfico que debe tener un área monetaria óptima: se comparan los beneficios, en términos de minimización de costos de transacción de tener una moneda única en una determinada región, frente a los costos que esto acarrea. Entre éstos, rara vez se incorpora al Estado y sus funciones como un factor preponderante, por lo que esta teoría no reconoce la relación entre la soberanía política, la moneda y los límites geográficos (Goodhart, 1998). Como se verá a continuación, esto resulta fundamental para la explicación de la visión estructural, ya que a partir de la teoría de la OCA la UE adoptó una estructura donde la política monetaria es llevada a cabo de manera



asociación de economía para el desarrollo de la argentina

centralizada mientras que la política fiscal y el resto de las funciones que tiene cada Estado son realizadas de modo descentralizado.

La justificación de esta teoría para minimizar los costos de renunciar a la soberanía monetaria se basó en la creencia de que el solo hecho de incorporarse a la Zona Euro permitiría la convergencia automática de los países en términos de crecimiento y desarrollo. Los desequilibrios en cuenta corriente debían ser transitorios porque estaban asociados con el despegue inicial, y no serían un problema porque se compensarían con flujos de capital productivos que acelerarían el proceso de *catching-up* de la periferia (Stockhammer, 2011).

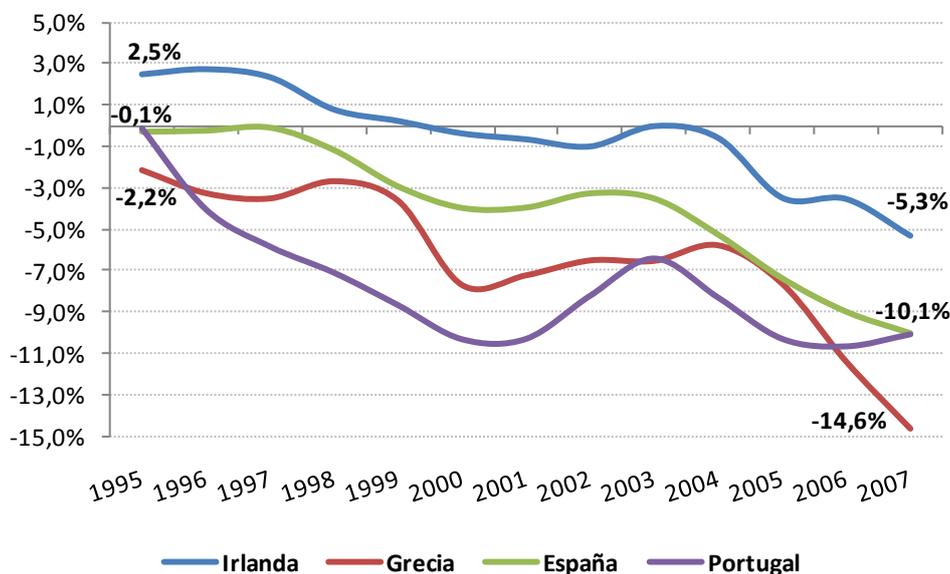
En un principio esto pareció posible: todos los PP exhibieron tasas de crecimiento positivas, al punto de poner los casos de Irlanda y España como ejemplos a seguir para el resto de los países, lo que les valió el calificativo de “milagros económicos”.²⁶ Pero la crisis actual puso en evidencia que tal convergencia, en realidad, estuvo lejos de materializarse.

La fundamentación brindada por la postura *estructural* de la crisis de deuda puede proveer una explicación a lo sucedido. Esta visión argumenta que el crecimiento acelerado se logró solo a costa de la acumulación de déficits externos, fundamentalmente privados, generados por los flujos de capital financiero que ingresaron en los PP. La acumulación de estos déficits se explica por la imposibilidad por parte de los PP de contar con las herramientas necesarias para corregir este tipo de desbalances; es decir la renuncia a la soberanía de la política monetaria y cambiaría ante el ingreso a la UM europea.

Como ilustra el gráfico a continuación, resulta claro cómo a partir de la creación de la Unión Monetaria, los PP muestran un quiebre en su tendencia, deteriorándose su resultado de cuenta corriente.

²⁶ Ver, por ejemplo: el artículo en The Economist: “Tiger, tiger, burning bright” disponible en <http://www.economist.com/node/3261047> o El País: “El milagro económico español”, disponible en http://elpais.com/diario/2007/03/22/internacional/1174518007_850215.html.

Gráfico 11. Evolución de la Cuenta Corriente (en % del PBI).



Fuente: Eurostat

Sin embargo, a diferencia de la explicación que postula la *visión oficial*, es decir que los déficits de cuenta corriente tienen su origen en el saldo negativo de la balanza comercial generado por la pérdida de competitividad de los PP, lo que se observa es que el déficit comercial se debe a un incremento mayor en el peso de las importaciones, mientras que las exportaciones crecieron en línea con el resto de los países de la Zona Euro²⁷.

El incremento de las importaciones y el continuo déficit comercial fue posible gracias al ingreso de capitales financieros. Éstos se cristalizaron principalmente a través de inversiones de cartera y préstamos del sector privado financiero y, en menor medida, a través de inversiones extranjeras directas²⁸.

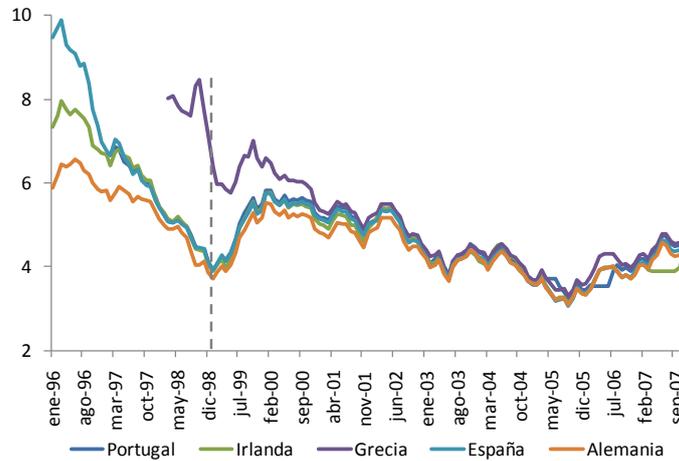
Lo que posibilitó en gran medida este masivo ingreso de capitales a los PP fue que la UM contempló la liberalización e integración del sistema financiero europeo en su conjunto. Esto significó la reducción de las tasas de interés de todos los países miembros, que rápidamente se alinearon con las tasas alemanas (Gráfico 12). Esto no respondió tanto a una convergencia de los *fundamentals* macroeconómicos entre países, sino a una caída en la percepción del riesgo asociada con la supuesta solidez de la UM.²⁹

²⁷ Las exportaciones de bienes crecieron 8,3%, 7,6% y 5,9% promedio en el período 2000-2007 para Grecia, España y Portugal, respectivamente; mientras que el promedio para la Zona Euro fue de 7,1%. Por el lado de las importaciones, éstas se expandieron 8,1%, 10,4% y 6,0% mientras que para la Zona Euro fue de 7,8%. El caso de Irlanda es distinto, ya que el déficit de cuenta corriente no se explica por el saldo de la balanza comercial sino por el déficit en el componente Rentas netas de la inversión.

²⁸ Lapavitsas et al. (2010), "The Eurozone between Austerity and Default", RMF.

²⁹ Eichengreen (2009), "The Crisis and the Euro", University of California, Berkeley.

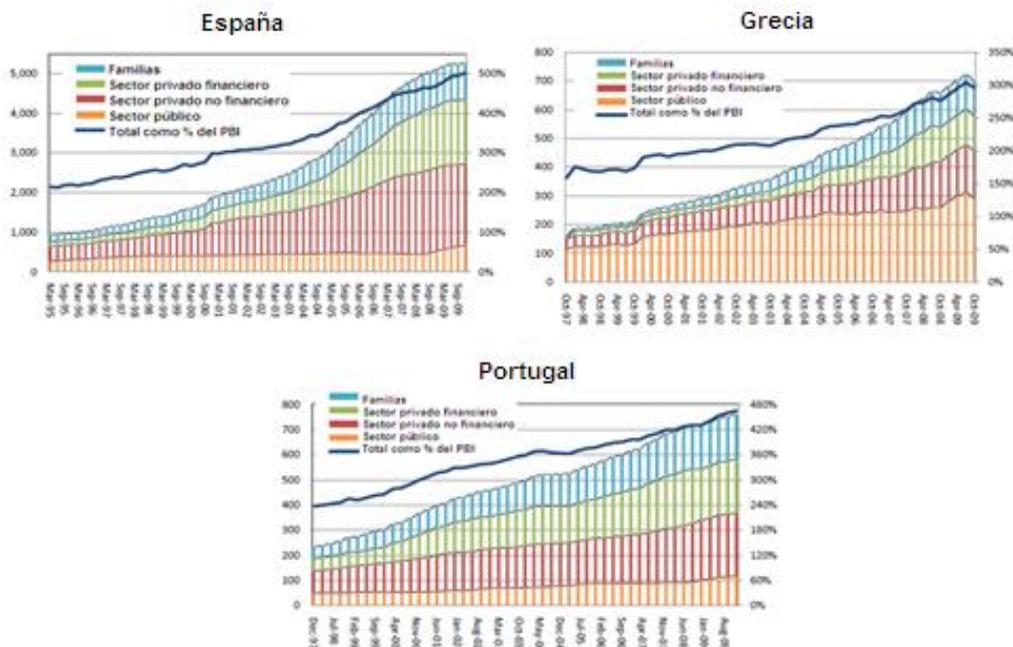
Gráfico 12. CDS a 10 años, (en p.p)



Fuente: Bloomberg

El menor costo de financiamiento significó además una aceleración en la multiplicación del crédito interno, generando una fuerte acumulación de deuda. El hecho de que el resultado fiscal de los PP haya sido equilibrado durante los años previos a la crisis indica que el endeudamiento provino principalmente del sector privado, presunción que confirma el Gráfico 14. Allí se observa que tanto España como Portugal presentan una participación muy baja de su deuda pública en la deuda total. En el caso de Grecia, la proporción de deuda pública es más elevada, pero aún así no llega a explicar el 50% de su deuda total. En todos los casos la deuda privada supera el 200% del PBI.

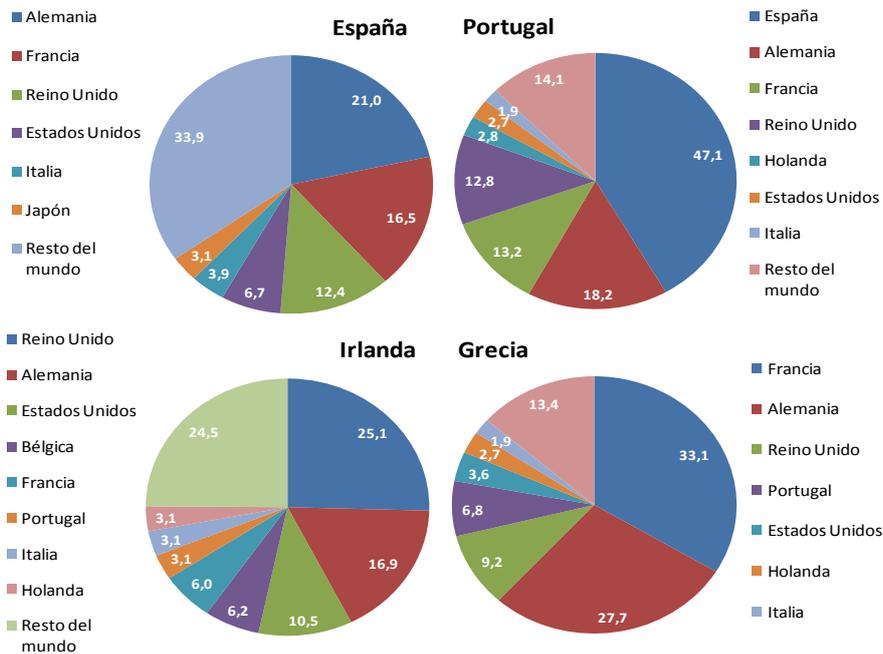
Gráfico 13. Composición de la deuda total de España, Grecia y Portugal.



Fuente: Lapavitsas et al. (2010)

El Gráfico 15 pone en evidencia la elevada interdependencia financiera existente en la UM. En particular, queda claro que los principales acreedores de la deuda de los PP son justamente los países centrales (con la excepción de Portugal, cuyo principal acreedor es España).

Gráfico 14. Acreedores de las deudas externas a diciembre de 2011.



Fuente: BIS

El panorama previo al estallido de la crisis global mostraba entonces una estrecha y endeble interdependencia entre los países miembros generada a partir de la gran integración financiera y el elevado nivel de endeudamiento entre éstos, exacerbados por un optimismo desproporcionado basado en el crecimiento de los primeros años de los países miembros de la UM.

Luego de un 2009 signado por la incertidumbre y tasas de crecimiento casi nulas en toda la UE, el gobierno griego realizó un sinceramiento de sus cuentas públicas, reconociendo que previamente habían sido manipuladas. Esto despertó dudas en los mercados internacionales sobre el sostenimiento de la economía griega, que se transmitió rápidamente al sector financiero primero, y al resto de los PP después (ver Gráfico 5).

Esto puso en jaque a todo el sistema financiero de la UM, ya que el freno de los flujos financieros se presentaba como una seria amenaza de ruptura en la cadena de pagos, y un efecto dominó que generara la quiebra masiva de los bancos privados de Alemania y Francia (principales acreedores de la deuda de los PP). Por este motivo, la mayoría de los gobiernos debió salir a financiar al sector bancario adquiriendo una porción de su deuda, por lo que parte del aumento de la deuda pública durante este período estuvo



**asociación de economía para
el desarrollo de la argentina**

explicado por el rescate al sector privado. El ejemplo más dramático de salvataje público de los desequilibrios privados fue el de Irlanda en 2010 (ver Gráfico 4), que significó un aumento del gasto público del 37% con respecto al año anterior.

Fue entonces el deterioro de las finanzas públicas tras estos rescates lo que dio una justificación artificial a la explicación de la visión oficial, promoviendo un cese de los paquetes de estímulo fiscales e imponiendo, en cambio, rigurosas políticas de ajuste que supuestamente devolverían la confianza a los inversores y restablecerían los flujos financieros. Grecia, España, Irlanda y Portugal se sometieron así a un estricto recorte en el gasto público, cuyo resultado ya es conocido.



asociación de economía para
el desarrollo de la argentina

Conclusiones

La explicación brindada por la *visión oficial* acerca de las causas de la crisis de deuda soberana en Europa pierde todo sustento al considerarse detenidamente los hechos. Su argumento, asociado al excesivo déficit fiscal, no es más que una lectura superficial de lo sucedido. Esto es en realidad una consecuencia de la acumulación de desbalances externos y deuda privada, el origen real de la crisis europea.

Mediante la contrastación empírica fue posible observar que, al contrario de lo justificado por la visión oficial, los países de la periferia europea no presentaban problemas fiscales antes de iniciarse la crisis. Al mismo tiempo, e íntimamente ligado al error de lectura respecto a las causas de ésta, se fundamentó una política de ajuste fiscal que tuvo el efecto contrario al pregonado por aquellas instituciones que la impulsaron. El supuesto de un multiplicador del gasto público menor a 1, condición necesaria para lograr una disminución del ratio deuda/PBI, no operó en la práctica. La reducción del gasto llevó a una caída del nivel de producto, al tiempo que redujo los ingresos fiscales. Esto derivó en un aumento del ratio deuda/PBI y por lo tanto de las primas de riesgo, en una lógica viciosa. La posibilidad de un ajuste expansivo fue así negada por los hechos.

A pesar de los magros resultados obtenidos y del reconocimiento de haber subestimado el multiplicador, las autoridades continúan aplicando hoy en día las mismas medidas de ajuste fiscal, sin rever su posición acerca de lo que desató la crisis de deuda soberana europea. En oposición a la visión oficial, se presentó una alternativa, aquí llamada *estructural*, en un intento de suministrar una explicación más coherente con los hechos. Ésta visión reconoce problemas intrínsecos a la UM, que fundamentalmente consisten en la renuncia a la política monetaria y cambiaria, en un marco de desregulación financiera que contribuyó a acrecentar los desbalances en el sector externo. La imposibilidad de contar con herramientas fundamentales de la política económica llevó a una acumulación del déficit en cuenta corriente y del nivel de deuda en los PP. En este marco, tras el sinceramiento de las estadísticas griegas los mercados internacionales creyeron posible un default griego que se transmitió inmediatamente al resto de los PP, a través del sector financiero. La retirada de capitales implicaba un quiebre en la cadena de pagos, por lo que la mayoría de los gobiernos decidió rescatar al sector bancario y así la deuda pública aumentó considerablemente. Esto, sumado a las políticas anticíclicas llevadas a cabo para enfrentar la crisis financiera de 2008, posibilitó el argumento superfluo y erróneo de la visión oficial, necesario para justificar las medidas de ajuste aplicadas.



asociación de economía para
el desarrollo de la argentina

Referencias Bibliográficas

- Arestis, P. y Sawyer, M. (2003), "Reinventing Fiscal Policy", *Journal of Post Keynesian Economics*, 26 (1), 3-25.
- Barro, R. y Gordon, D. (1983), "Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Theory", *Journal of Monetary Economics*, 12, 101-121.
- Centro de Economía Internacional (2003), "Cooperación Macroeconómica en el Mercosur", *Estudios del CEI*, 4.
- Comisión Europea (2010), "European Economic Forecast", Primavera 2010.
- Ciccone, R. (2010), "Deuda Pública, Demanda Agregada, Acumulación: Un Punto de Vista Alternativo", *Circus*, 3, 97-126.
- Corden, W. (1972), "Monetary Integration, Essays in International Finance", Universidad de Princeton.
- De Grauwe, P. y Ji, Y. (2013), "More Evidence that Financial Markets Imposed Excessive Austerity in the Eurozone", *Centre for European Policy Studies Commentary*, Febrero.
- Emerson, M. Gros, D. Italianer, A. Pisani-Ferry J. y Reichenbach H. (1992), "One Market, One Money: An Evaluation of the Potential Benefits and Costs of Forming an Economic and Monetary Union", Oxford University Press.
- Felipe, J. y Kumar, U. (2011), "Unit Labour Costs in the Eurozone: The Competitiveness Debate Again", *Levy Economics Institute, Working Paper N° 651*.
- FMI (2010), "World Economic Outlook", Abril.
- FMI (2012), "World Economic Outlook", Octubre.
- Kuokštis, V. y Vilpišauskas, R. (2010), "Economic Adjustment to the Crisis in the Baltic States in Comparative Perspective". Séptima Conferencia de Relaciones Internacionales Europeas, Estocolmo, 11 de septiembre.
- Giavazzi, F. y Giovannini, A. (1989), "Limiting Exchange Rate Flexibility: The European Monetary System", *Journal of International Economics*, 29(3-4), 385-388.
- Goodhart, C. (1998), "The Two Concepts of Money: Implications for the Analysis of Optimum Currency Areas", *European Journal of Political Economy*, 14, 407-432.
- Ingves, S. (2010), "The Crisis in the Baltic-the Riksbank's measures, assessments and lessons learned", *Discurso realizado en Riksdag Committee on Finance*, Estocolmo, 2 de febrero.
- Krugman, P. (1979), "A Model of Balance-of-Payment Crises", *Journal of Money, Credit and Banking*, 11(3), 311-325.
- Lapavitsas, C. Kaltenbrunner, A. Lambrinidis, G. Lindo, D. Meadway, J. Michell, J. Panceira, J.P. Pires, E. Powell, J. Stenfors, A. y Teles, N. (2010), "The Eurozone



asociación de economía para
el desarrollo de la argentina

Between Austerity and Default”, Research on Money and Finance, Occasional Report, Septiembre.

Lucas, R. (1972), “Expectations and the Neutrality of Money”, Journal of Economic Theory, 4(2), 103-124.

Medaiskytė, R. y Klyvienė, V. (2012), “The Effectiveness of Internal Devaluation in Lithuania and Latvia”, Ekonomika, 91(1), 59-78.

Mongelli, F. (2002), “What is EMU Telling Us About the Properties of Optimum Currency Areas?”, Journal of Common Market Studies, 43(3), 607-635.

Mundell, A. (1961), “A Theory of Optimum Currency Areas”, American Economic Review, 51(4), 657-665.

Pérez Caldentey E. y Vernengo M. (2012). “The Euro Imbalances and Financial Deregulation: A Post-Keynesian Interpretation of the European Debt Crisis”. Levy Economics Institute, Working Paper N°702.

Purfield, C. y Rosenberg, C. 2010. “Adjustment under a Currency Peg: Estonia, Latvia and Lithuania during the Global Financial Crisis 2008-09”, Fondo Monetario Internacional, Working Paper N°213.

Stockhammer E. (2011), "Peripheral Europe's Debt and German Wages. The Role of Wage Policy in the Euro Area", International Journal of Public Policy, 7(1), 83-96.

UNCTAD (2011), “Trade and Development Report”, Naciones Unidas.

Van Riet, A. (ed.) (2010), “Euro Area Fiscal Policies and the Crisis”, European Central Bank. Occasional Paper Series, N°109.