

Una evaluación de la crisis europea. Europa en su laberinto

Jose Luis Machinea¹

Pablo Schiaffino ²

RESUMEN

Este trabajo evalúa la situación económica y financiera de las economías más debilitadas de la Unión Europea. En base al diagnóstico inicial, se realiza una comparación con la economía Argentina del 2001, y se analiza en perspectiva la viabilidad de una “solución Argentina completa” tal como sugirió Krugman (2011). Si bien los desequilibrios macroeconómicos de las economías Europeas son similares a los de la Argentina del 2001, las circunstancias son diferentes. A lo largo de este trabajo, se recomendará un conjunto de soluciones que distan mucho de las aplicadas por la Argentina a principios del año 2002.

ABSTRACT

This paper evaluates the economic and financial situation of the unhealthiest economies in the European Union. Departing from an initial diagnostic, we compare those countries in crisis with the Argentine economy of 2001 and we analyze, in perspective, the viability of an “Argentine solution” as suggested by Krugman (2011). Despite that the macroeconomic disequilibrium between the two cases present similarities, circumstances are different. Along this work, we recommend a different set of solutions to those applied by Argentina at the beginning of 2002.

Keywords: Crisis financiera, Europa, Grecia, España, Portugal, Default, recession

1. Decano de la Escuela de Gobierno de la Universidad Torcuato Di Tella.

2. Director general de investigación de la Facultad de Ciencias Economicas, CBRS, Universidad de Palermo.

1. Introducción

La crisis económica y política de varios países de Europa está generando diferentes propuestas, las que van desde la necesidad de reestructurar la deuda pública hasta la de abandonar, aunque sea por tiempo limitado, el euro, para poder devaluar la moneda. Es lo que Krugman (2011) llamó *la solución Argentina completa*, o sea reestructuración de la deuda y devaluación.

La comparación entre Argentina de fines de la década de los noventa y los países del Mediterráneo más Irlanda, se explica por una situación similar: recesión, problemas de competitividad, relativamente elevados niveles de deuda pública y dificultades para acceder al financiamiento, básicamente, pero no de forma excluyente, por el sector público. Además, todos los contratos, incluyendo el sector financiero, están en una moneda cuyo valor no puede ser determinado por el Banco Central de cada uno de los países.

Aceptando que existe un punto de partida similar, aunque con diferencias entre países europeos, la pregunta relevante cuando se trata de recomendar la *solución Argentina* es si la salida de la convertibilidad en la Argentina es comparable al abandono del euro. En otros palabras, si bien es relativamente fácil imaginarse los beneficios de la reestructuración de la deuda y la devaluación por parte de los países europeos, el interrogante es si los costos son similares o, como es nuestra opinión, sustancialmente superiores en Europa. En ese caso, no puede extrapolarse la alternativa Argentina sin evaluar esos mayores costos.³

Para analizar los costos, debe considerarse que no puede pensarse en una salida del euro sin considerar que ello implica una reestructuración de la deuda pública y, muy probablemente, de la deuda privada, pero en este caso a través de negociaciones específicas de cada empresa. La razón es obvia: una devaluación aumentaría de forma considerable la deuda pública en términos del producto interno, de manera tal que la mayoría de las obligaciones devendrían en impagables. Es decir, la devaluación va junto con la reestructuración. Alternativamente, es posible reestructurar sin salir del euro. Esta es una alternativa por la que varios países deberían transitar.

El artículo está organizado de la siguiente manera. En la siguiente sección se analizan algunos hechos estilizados respecto de la tasa de convergencia en relación a Alemania de los países europeos con problemas. Pa ello se consideran tres períodos: el previo a la UE, el previo al euro y, finalmente, durante la vigencia del euro. Después de ello, para analizar los costos de abandonar el euro, se analizan los beneficios que se esgrimían para abandonar el control de la oferta monetaria adoptando la moneda de otro país, o creando una moneda común dentro de una determinada región. Vamos a hablar de esos

3. Es evidente que la alternativa Argentina tuvo costos importantes y que el muy buen comportamiento económico posterior no solo puede imputarse a la salida de la convertibilidad y a la reestructuración de la deuda sin evaluar el aporte del mejor contexto externo de, al menos, los últimos sesenta años. Sin embargo, este artículo no tiene como objetivo analizar los costos y beneficios de la "alternativa Argentina", sino de su evaluación a la luz de la problemática europea.

beneficios y costos desde la óptica estrictamente económica, aunque no se nos escapa que en el caso europeo los argumentos políticos han sido de crucial importancia. En la cuarta sección se evalúa la adopción del euro y de la convertibilidad desde la óptica de las áreas monetarias óptimas. En la quinta se discuten algunos costos adicionales de abandonar el euro similares a los que tuvo la Argentina cuando salió de la convertibilidad, costos que básicamente tienen que ver con el tamaño del sector financiero en Europa, como así también a la intensidad del comercio dentro de la zona. En la séptima se considera la necesidad de una restructuración de la deuda, y en la última se concluye con algunas reflexiones adicionales.

2. Hechos estilizados

El cuadro 1 muestra la convergencia en términos del producto interno por habitante de los países europeos con mayores dificultades respecto de Alemania. Tal como allí puede observarse, si bien hay una convergencia en España y Portugal previo a la entrada a la UE y en particular durante los sesenta, los datos muestran que la convergencia de todos los países, con la excepción de Grecia, es mucho más acelerada con el ingreso a la UE. Asimismo, hay una convergencia aún mayor en todos ellos a partir del anuncio de la creación del euro. Es evidente que hay otras variables explicativas de este comportamiento, pero en principio los datos avalan lo que diría la teoría: mayor crecimiento de los países de menor desarrollo relativo de Europa con la integración comercial a Europa y gran convergencia a partir de la creación del euro.

Cuadro 1 | Producto per capita en relación a Alemania (Madison, 2000)

	Esp	Por	Irl	Gre
Tasa de Convergencia promedio antes del ingreso a la U.E (desde 1950)	0.45%	0.26%	-1.71%	0.97%
Tasa de Convergencia promedio luego del ingreso a la U.E	1.58%	2.36%	1.43%	-0.42%
Tasa de Convergencia promedio luego del ingreso a la U.E y luego del anuncio del Euro	2.32%	1.41%	6.85%	1.63%

Pasemos ahora a describir las razones que pueden explicar este comportamiento.

3. Los beneficios de abandonar el control de la oferta monetaria.

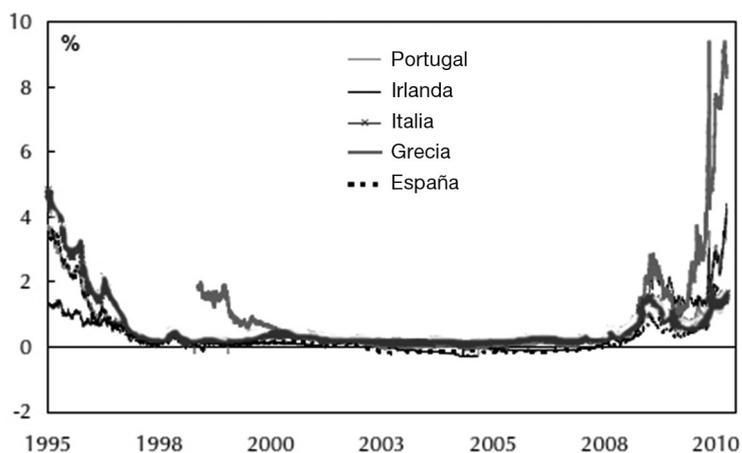
El canal financiero

Adoptar la moneda de otro país implica el intento de ganar credibilidad, credibilidad que puede haberse perdido o debilitado como consecuencia de un mal manejo monetario en el pasado. En el caso argentino la convertibilidad era similar al patrón oro: se mantenía

el señoraje pero se abandonaba el control de la oferta monetaria y por ende del tipo de cambio. Se diferenciaba, entonces, de la dolarización en que se mantiene la ganancia de emitir moneda. En el caso europeo, el objetivo de los países de menor desarrollo y de menor credibilidad relativa de sus bancos centrales fue ganar reputación a través de la asociación con el Bundesbank. En este caso, el señoraje del Banco Central Europeo se comparte entre los países miembros.

El abandono de la devaluación como posibilidad de política económica suele generar en estos casos una fuerte reducción de las tasas de interés nominales. En el caso de Europa, los bancos centrales con menor reputación, que incluían a los países del Mediterráneo e Irlanda, y más tarde a los países de Europa del Este. El grafico 1 muestra que a partir del momento que se anuncia la introducción de la moneda común europea, existió una marcada caída en las tasas de interés. Esto se debió, en parte, a la reducción en la expectativa de devaluación y el riesgo país (Lane (2006)).

Grafico 1 | Spread de bonos a 10 años dentro de la Eurozona. (CEPR, 2010)



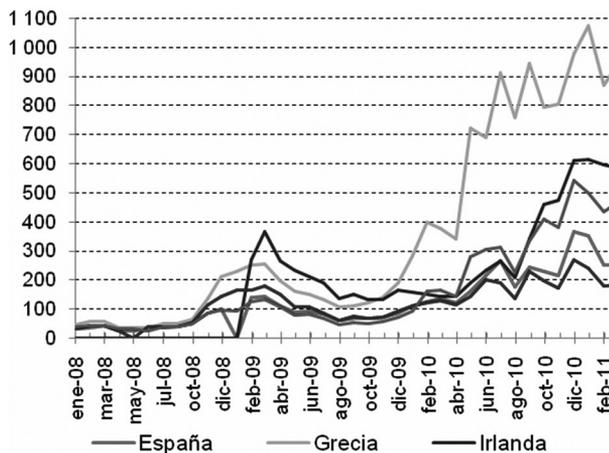
Sin embargo, ¿fue solamente el Euro el responsable de esta convergencia de tasas? ¿O es que la integración financiera asociada a la creación de la Unión europea fue el instrumento explicativo? Al respecto, debe notarte, en primer lugar, que el desarrollo en los mercados financieros de los últimos años no se explica por la introducción del euro sino por un conjunto de reformas previas, incluyendo la liberalización al movimiento de capitales (Jappelli y Pagano, 2008). En segundo lugar, la integración financiera y la mejora en la eficiencia esperada no se dieron en su totalidad en la mayoría de los países europeos, al menos hasta el comienzo de la década pasada (véase Machinea y Rappoport (2003)). En otras palabras, la reducción de tasas de interés asociada a la introducción del euro no parece que pueda explicarse por la mayor integración financiera, ya sea porque ésta se dio con anterioridad o porque no llegó a mejorar para ese entonces la competencia y eficiencia del sistema.

En el caso argentino, la adopción de la convertibilidad fue una alternativa para ganar credibilidad sin adoptar un sistema totalmente dolarizado. De forma similar a la

dolarización, los principales beneficios de esta política vendrían por efecto sobre la tasa de interés que descendería gracias a la ausencia de las expectativas de devaluación y a la caída en el riesgo país. Desde ya, siempre hubo una incertidumbre algo mayor respecto a los riesgos de una devaluación y de allí la insistencia en avanzar hacia una dolarización plena (Calvo (2001); Hausmann (1999)).

La ausencia de las expectativas devaluatorias puede tener el efecto positivo deseado en el corto plazo, pero no es tan claro lo que ocurrirá en el mediano-largo plazo, ya que el abandono del control monetario como una manera de ganar credibilidad genera incentivos a sobre-endeudarse en moneda extranjera. Ese nivel excesivo de endeudamiento termina en un aumento del riesgo país como consecuencia del deterioro de la solvencia (Burnside et al. (2000)). Sin ir más lejos, la experiencia Argentina y de Europa periférica son ejemplos contundentes al respecto (grafico 2). Por lo tanto, si bien el efecto del “canal financiero” tiende a impulsar la demanda y el crecimiento vía la reducción de las tasas de interés, en el mediano plazo puede tener el efecto contrario vía el aumento del riesgo de devaluación y de insolvencia pública y privada ⁴.

Grafico 2 | Riesgo país España, Grecia e Irlanda.



Tradicionalmente, este exceso de demanda suele resultar en un déficit en cuenta corriente. En la Argentina este déficit superaba el 4% en 2000 y era muy superior en los países europeos en dificultades (cuadro 2). Este exceso de demanda interna puede ser básicamente responsabilidad del sector público o del sector privado. En el caso europeo, el fuerte crecimiento de la demanda se explicó básicamente por el sector privado, con la excepción de Grecia, donde el sector público, al menos considerando el crecimiento de la deuda, aparece como el determinante.

4. Véase Rodrick y Subramanian (2008) para un análisis sobre los efectos del ingreso de capitales en economías en vías de desarrollo.

Cuadro 2 | Los desequilibrios globales en billones de US\$ y en % del PIB

	1995		2008		2009		2010		2011	
China	2	0.2	436	9.6	297	6.0	270	4.7	325	5.1
Alemania	-30	-1.2	246	6.7	163	4.9	200	6.1	196	5.8
Japón	11	2.1	157	3.2	142	2.8	166	3.1	133	2.3
OM y NA*	-1	-0.2	348	15.5	53	2.6	101	4.4	126	5.2
NEIA**	2	0.2	87	5.0	136	8.5	132	7.1	137	6.9
EU	-114	-1.5	-669	-4.7	-378	-2.7	-467	-3.2	-400	-2.6
España	-2	-0.3	-156	-9.7	-81	-5.5	-72	-5.2	-65	-4.8
Europa C. y Este	-10	-2.0	-153	-7.9	-40	-2.5	-65	-3.7	-74	-4.0
Italia	23	2.1	-79	-3.4	-67	-3.2	-58	-2.9	-55	-2.7
Grecia	3	-2.2	-51	-14.6	-37	-11.2	-33	-10.8	-23	-7.7
Portugal	0	-0.1	-29	-11.6	-23	-10.0	-22	-10.0	-20	-9.2

El canal comercial

El otro beneficio de ingresar al euro podía ser el comercial. Abandonar la inestabilidad del tipo de cambio eliminaría la incertidumbre de los exportadores (e importadores) asociada a su volatilidad. Como sería evidente más tarde, se eliminaba la volatilidad nominal, pero no la real vinculada a diferentes tasas de inflación y de productividad. El fomento de comercio asociado a la menor incertidumbre y a los menores costos de transacción dentro de la zona euro habrían de favorecer el comercio y con ello el crecimiento. También esa menor incertidumbre favorecería la integración financiera y por ende la eficiencia en este campo. Estos beneficios eran obviamente sustancialmente menores en el caso argentino, nulos cuando hablamos de una mayor transparencia y menores costos de transacción en una determinada región.

La importancia que para algunos analistas tenía la eliminación de la incertidumbre nominal y la mayor transparencia, llevó a algunos a prever que la introducción del euro podría triplicar el comercio en la región (Rose (2000)). Sin embargo, el euro no parece haber aportado significativamente al aumento del comercio intra-europeo o, al menos, la evidencia no es concluyente (Tenreyro (2008) y Stein et. al (2003))⁵.

En cualquier caso hay una realidad indiscutible: entre un 60 y 70% el comercio de los países de la zona euro se realiza con la UE. Esta es una evidencia a tomar en cuenta cuando se discute la posibilidad de abandonar el euro. En otras palabras, no es evidente que el euro haya contribuido de forma considerable a profundizar la integración comercial, pero es incontrovertible que esa integración es muy profunda dentro de la UE.

5. Stein sostiene que el efecto positivo de la Unión Monetaria Europea sobre el comercio bilateral entre países miembros varía entre 5% y 10%, comparado con el comercio entre todos los demás pares de países, y entre 9% y 20%, comparado con el comercio entre países que no pertenecen a la UME.

4. Los costos de un área monetaria no óptima

El abandonar el control de la oferta monetaria nacional y adoptar una moneda común tiene costos que deben ser evaluados en relación con los eventuales beneficios a los que hicimos mención en el apartado previo. Estos costos pueden ser mayores o menores dependiendo de ciertas características de o de los países con los que se mantiene una moneda común. Una de esas características es la sincronización del ciclo económico entre los países miembros (Mundell (1961), McKinnon (1963), Kenen (1963)). Esta sincronización del ciclo, puede ser el resultado de estructuras productivas similares o de compensaciones fiscales entre regiones. Con una mirada de más largo plazo, la movilidad de la mano de obra debiera reducir las disparidades en el ingreso por habitante entre regiones.

a. La correlación del ciclo económico

Tal como muestra la literatura sobre áreas monetarias óptimas, el costo de abandonar el control de la oferta monetaria es considerable en ciertas circunstancias, en especial si la evolución cíclica de quienes componen el área muestra un patrón diferente. En otras palabras, la constitución de un área monetaria es más “óptima” cuando mayor es la sincronización de los ciclos económicos entre los miembros, ya que a mayor sincronización menor será la necesidad de ajustar precios relativos, lo que disminuirá los costos asociados a la pérdida de la independencia monetaria. A su vez, la sincronización del ciclo económico dependerá básicamente de las diferencias en la estructura productiva de los países y del volumen de comercio entre ellos. A similar estructura productiva, es probable que el impacto de un *shock* externo –precios de bienes primarios, tasas de interés, nivel de actividad- sea similar entre regiones o países, y por ende menor la necesidad de cambiar los precios relativos. En ese caso, la política monetaria de la región será similar a la que adoptaría cada país en particular ante una perturbación externa.

Vinculado a lo precedente, si una proporción grande del comercio de un país depende de otro, la sincronización del ciclo entre ambas economías tenderá a ser mayor.

Al respecto, es claro que la Argentina no constituye un área monetaria óptima con Estados Unidos. En particular, las exportaciones argentinas a Estados Unidos solo eran el 13 % de las exportaciones totales en 1990, y ese valor había aumentado a 15 % en 2000. A su vez, las variaciones de su producto poco tienen que ver con las variaciones del producto de Estados Unidos.⁶

6. Se calculó el índice de correlación entre ambas economías correlacionando el desvío del producto respecto a su tendencia para cada uno de los dos países. Dicha tendencia fue calculada en base al filtro H-P. El índice arrojó un valor cercano a cero denotando así que las economías de los Estados Unidos y la Argentina están escasamente sincronizadas entre sí, lo que no es sorprendente dado la diferente estructura productiva y el relativo bajo volumen del comercio entre ellas.

A diferencia de ello, en el caso europeo, difícilmente se pueda argumentar que los shocks son muy distintos entre países, al menos hasta esta crisis. Se puede observar la sincronización entre las fluctuaciones macroeconómicas midiendo la correlación de los términos de intercambio; mientras que para los países del Mercosur este valor fue 15% en el periodo comprendido entre 1960 y 2000 (aunque la correlación es mayor para los países de América del Sur), para los países europeos el valor asciende hasta el 80%, denotando así una clara diferencia de los impactos de cambios en la economía mundial sobre la sincronización del ciclo entre los países de ambas regiones (Machinea (2003)).

Desde esta óptica, Argentina tuvo menos incentivos a integrar un área monetaria con Estados Unidos que los países europeos entre sí.

b. La compensación fiscal

Diferencias en la estructura productiva, y por ello en la sincronización del ciclo, pueden ser superadas si existen compensaciones fiscales. Por ejemplo, en Estados Unidos, si la actividad económica cae en Montana respecto al resto del país, automáticamente habrá transferencias fiscales del gobierno nacional a ese Estado, la más obvia de ellas el seguro de desempleo o la menor presión fiscal del gobierno nacional. Nada de eso sucede en Europa y obviamente tampoco en la Argentina en relación a Estados Unidos. Sin duda la ausencia de una política fiscal común, o al menos con ciertos condimentos centralizados, ha sido uno de los principales problemas de los países que conforman la zona euro.

c. La movilidad de la mano de obra

La otra manera de reducir el costo de la falta de sincronización de los ciclos económicos es mediante la movilidad de la mano de obra. Varios trabajos muestran la escasa movilidad de la mano de obra en Europa, movilidad que es casi inexistente entre Argentina y Estados Unidos.⁷

En síntesis, la zona euro está lejos de ser una zona monetaria óptima, aunque el comercio entre los países de la UE es considerable y las estructuras productivas no son demasiado diferentes, al menos en comparación con el caso argentino. Sin embargo, en ambos casos no hay mecanismos fiscales compensadores ni movilidad de la mano de obra. Por ello, los costos de adoptar una moneda común han sido importantes en ambos casos, aunque mucho mayores en el caso Argentino. Consecuentemente, los beneficios de dejar la convertibilidad han sido muchos mayores que los de abandonar el euro. Veamos ahora los costos.

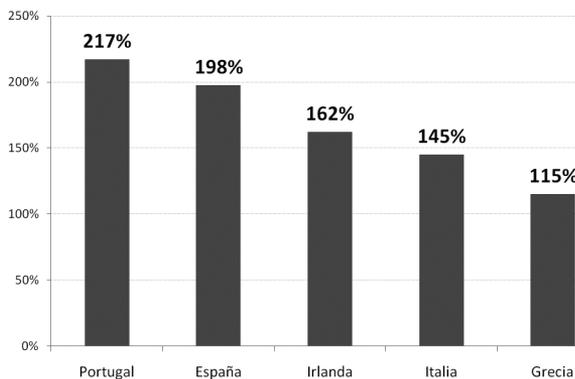
7. Bayaumi y Prasad (1997) y Alesina (2008) sostienen que la movilidad del factor trabajo dentro Europa es significativamente baja; por lo cual la migración no sería una potencial solución al problema.

5. Los costos de abandonar la unión monetaria

Para Argentina, abandonar la convertibilidad significó una ruptura generalizada de los contratos, tanto dentro como fuera del sistema financiero, ya que casi todos ellos estaban denominados en dólares. El costo de una ruptura generalizada de los contratos es bastante obvio, por lo que no vale la pena profundizar en este terreno. Si señalar que ese costo será mayor cuando mayor la cantidad y el monto de esos contratos.

Dejemos de lado por un momento los contratos que no incluyen al sector financiero, tales como alquileres u operaciones comerciales.⁸ El cuadro 3 muestra la magnitud de los activos financieros en términos del producto en España, Portugal, Grecia e Irlanda. Tal como allí puede verse, ese indicador oscila entre 115 y 217 % del producto de esos países. A diferencia de ello, en la Argentina, el total de activos financieros era menor al 30% y alrededor del 20% cuando se consideran los activos financieros en dólares.

Cuadro 3 | Activos financieros con residentes de las entidades financieras en % del PIB, 2010



Una devaluación tornaría en incobrables una parte considerable de los créditos del sistema financiero otorgados en euros. Para evitar una quiebra en cadena o una negociación caso por caso, en la Argentina se decidió que los créditos se *pesificarían*. Como estos activos financieros tenían como contrapartida depósitos en dólares, fue necesario evaluar quién pagaría el costo del subsidio. La decisión fue que parte del subsidio lo pagarían los depositantes, a los que se les *pesificaron* los depósitos más un 40%. La otra parte fue básicamente pagada por el Estado. ¿Es posible una alternativa similar en los países de la zona euro? A nuestro entender ello no es posible. El intento de renegociar los pasivos en euros de un país de la zona euro sería inimaginable: difícilmente quede un euro en depósitos bancarios en los países que aparezcan con una mínima sospecha de que pueden

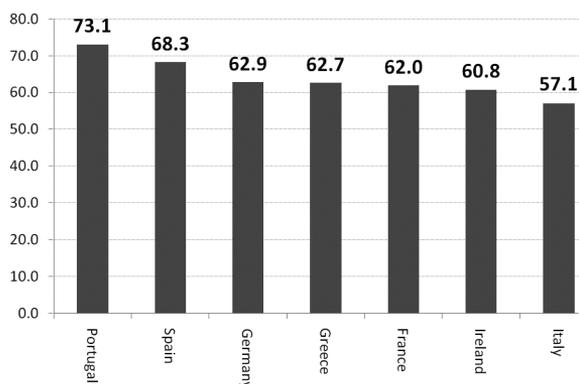
8. El tema no es menor. Por ejemplo, ¿qué hacer con los contratos de alquiler cuando un país abandona el euro? Obviamente los contratos deberían refinanciarse, pero la pregunta es si se trata de hacerlo de forma generalizada o por negociación individual.

intentar salir del euro, y posiblemente el contagio se generalizaría a toda Europa. Por lo tanto, la posibilidad de que los depositantes paguen parte del subsidio a los tomadores de créditos es inviable.

En ese caso solo quedaría el sector público para subsidiar el costo de la devaluación. Si esta fuera de 25% en términos reales, el monto del subsidio, que se obtiene de multiplicar la devaluación por los activos financieros del cuadro 3, estaría entre el 30% y el 50% del producto dependiendo de los países. La solución se presenta así como imposible. Claro está que no es necesario subsidiar todos los créditos, en especial considerando que parte de los deudores producen bienes comercializables. Sin embargo, el dejar la negociación de estos créditos a las entidades financieras con cada uno de los deudores, negociación que luego debiera ser aprobada por el sector público, para que las entidades puedan acceder al crédito, es muy difícil, sino imposible, de manejar.

Como si eso fuera poco, imaginemos que pasaría con un país que abandona sin acuerdo de Bruselas, el euro. Lo más probable es que ese país tuviera que abandonar la UE, con el impacto que ello tendría desde el punto de vista comercial. El Cuadro 4 muestra las exportaciones de los cuatro países analizados a la UE como porcentaje de las exportaciones totales. Estas exportaciones pasarían a pagar el arancel externo de la UE, siendo el principal problema el caso de los países que exportan bienes primarios y, en especial, manufacturas basadas en bienes primarios, ya que éstas tienen un arancel muy superior al promedio. Por ejemplo, casi el 50% de las exportaciones de Grecia entran en esta categoría.

Cuadro 4 | Participación de la UE en el destino de las exportaciones, 2009



En síntesis, abandonar el euro tiene costos muchos mayores que salir de la convertibilidad argentina. Por ende, una recomendación no debiera considerarse seriamente si no toma en cuenta la distinta problemática.

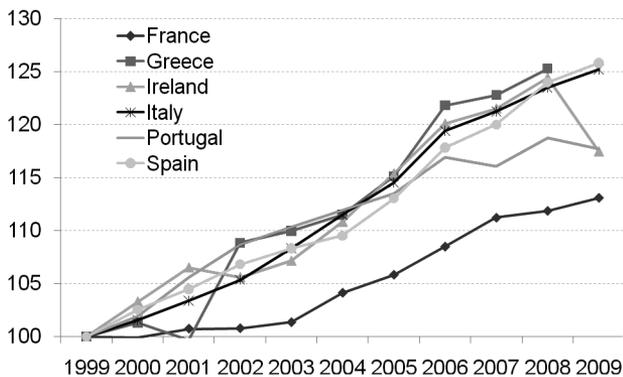
6. Los costos de no abandonar la unión monetaria

Hasta ahora hemos hablado de los costos de abandonar el euro. Algo similar podría argumentarse a la alternativa de no devaluar. En ese caso, la mejora de competitividad

debería venir de la reducción de costos y mejoras de la productividad. El cuadro 5 muestra el aumento de los costos salariales respecto a Alemania corregidos por productividad desde el inicio del euro. Las variaciones son considerables.

La reducción de costos es muy costosa, no solo porque la deflación también genera problemas en el sistema financiero (Fisher (1933)), sino porque produce un elevado desgaste político. La experiencia Argentina de 2001 y la de los países europeos en la actualidad son una muestra irrefutable de ello.

Cuadro 5 | Costos salariales y productividad de cada país en relación a Alemania.



A su vez, las mejoras en la productividad, por encima de las del resto del mundo, son difíciles de lograr y llevan tiempo. Requieren en muchos casos de mayor competencia, para lo que desregulaciones y regulaciones son imprescindibles. Además de discernir cuando es conveniente desregular y cuando hay que regular, lo más complicado desde el punto de vista político es la eliminación de intereses corporativos que tienen décadas de historia.

En todo caso, lo que es evidente es que dado los arreglos políticos y económicos actuales, el camino para mejorar la competitividad será uno de pocas satisfacciones políticas. Además debe reconocerse, que los problemas de competitividad son diferentes entre países, al menos cuando estos problemas se miden considerando el déficit en cuenta corriente previo a la crisis y su evolución posterior (cuadro 5) o cuando se analiza la dinámica de las exportaciones durante los últimos años.

Aunque la tarea para mejorar la competitividad recae básicamente sobre cada uno de los países, la actitud de Alemania puede ayudar a mejorar la competitividad de sus socios. Recordemos que ese país tiene un superávit en cuenta corriente de 6% del producto. Al respecto, una mayor demanda interna, podría aliviar la situación de sus socios europeos, aunque medidas de este tipo, en el contexto de un fuerte crecimiento de la economía, difícilmente tengan apoyo interno, porque significarían una mayor tasa de inflación, algo políticamente costoso en Alemania.

Por último en relación con este tema, el banco central europeo focaliza sus esfuerzos, creemos que de manera errónea, controlando la cantidad de dinero con una visión excesivamente ortodoxa. Esa política determina tasas de interés relativamente elevadas, baja inflación y apreciación del euro. De adoptar una política monetaria más expansiva,

similar a la de los Estados Unidos, podría mejorar considerablemente la delicada situación de las economías en dificultades. Un euro más débil mejoraría las cuentas externas mientras que una tasa de interés nominal más baja, junto con un alza en la expectativa de inflación, puede generar tasas reales de interés que impulsen la demanda interna. Claro está que una UE que funciona en dos velocidades no ayuda demasiado.

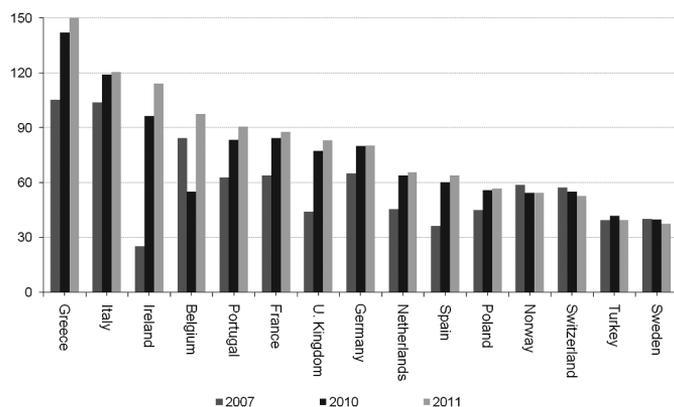
7. La restructuración de la deuda pública

Hasta ahora hemos dejado fuera de la discusión el tema de la deuda pública y lo hemos hecho con el objeto de no confundir ambas discusiones: solvencia fiscal y competitividad. Dijimos en la introducción que una salida del euro implicaría reprogramar deuda. La causalidad en sentido inverso no es tan obvia, aunque algunos impactos positivos se discuten más abajo.

Comencemos con la situación de los países más endeudados de Europa y con la evolución de la deuda como consecuencia de la crisis. El Cuadro 6, además de mostrar el fuerte crecimiento de la deuda pública en todos los países como consecuencia de la crisis de 2008, destacándose el aumento de la deuda de Irlanda, muestra el elevado nivel de deuda actual de varios países, destacándose entre ellos Grecia, Irlanda y Portugal, aunque los valores son también elevados en Italia y Bélgica.

En el caso de Grecia la deuda aparece como imposible de pagar sin imponer un costo social y político difícil de sobrellevar. Una deuda de 150% del producto, a una tasa de 5 % que es aproximadamente la tasa de interés “preferencial” del préstamo de la UE, implica un costo de 7,5% del producto.⁹ Ese costo, puede compararse con las reparaciones de guerra impuestas, y renegociadas en varias oportunidades, a Alemania, que eran algo superiores al 5% del producto. A diferencia de España que tiene una deuda apenas superior a 65% del producto, los casos de Irlanda y Portugal, con deudas del orden del 100% del producto, son también difíciles de sostener.

Cuadro 6 | Deuda bruta del sector público, en % del PIB



9. Eso sin considerar las tasas de mercado, que desde hace varias semanas superan el 10% anual.

Hay dos tipos de soluciones a esta problemática: cesación de pagos y restructuración o un crédito por el total de la deuda a una tasa de interés subsidiada, digamos del 3%. El prestamista en esta última alternativa no puede ser otro que la UE, a través de un bono europeo o mecanismo similar. La alternativa de restructuración a partir de la cesación de pagos, tiene la dificultad del contagio a otros países, y es difícil evaluar cual sería el impacto final porque, los mercados, en especial en situaciones de pánico, no suelen adoptar decisiones razonables.

Una reducción de la deuda pública aliviaría la presión por el ajuste de las cuentas públicas en el corto plazo, lo cual beneficiaría la economía y reduciría la inestabilidad política. Ello permitiría ganar tiempo mientras se adoptan medidas que permiten mejorar la competitividad de la economía en el mediano plazo. No es la solución. Pero al menos es un camino que abre alguna posibilidad.

8. ¿La macroeconomía pone en jaque a la sociedad europea como conjunto?

Es difícil concebir que Europa, quien ha sido la cuna de las grandes guerras de la humanidad pero también de la sociedad de derecho moderna, presente dudas acerca de su viabilidad futura como unión de estado. Bien es cierto que los problemas económicos, profundos e incuestionables, son un hecho concreto de la actualidad. Pero también es cierto que la ausencia de una dirección clara y la falta de actores específicos que tomen el liderazgo para la resolución del conflicto de manera global, también es muy notoria. La lectura cotidiana parece indicar que cada estado se encuentra, con todas las limitaciones existentes, pensando en cómo lidiar con sus problemas internos. Posiblemente, porque aquellos más golpeados no estén en condiciones de velar por el bienestar general, deberían ser los países mas holgados quienes tomen la iniciativa de una construcción en conjunto y hacia adelante. Pero por ahora, no hay signos en ese sentido.

Bibliografía

Alesina A, Ardagna S, Galasso V. 2008. The euro and structural reforms in Europe. Ed. A Alesina, F Giavazzi, en imprenta. *Chicago: University of Chicago Press.*

Bayaumi T, Prasad E. 1997. Currency unions, economic fluctuations and adjustment: some new empirical evidence. *IMF Staff Papers* 44:36-58.

Burnside C, Eichenbaum M, Rebelo S. 2001. Hedging and financial fragility in fixed exchange rate regimes. *European Economic Review* 45(7):1151-1193.

Calvo G. 2001. Capital markets and the exchange rate with special reference to the Dollarization debate in Latin America. *Journal of Money, Credit and Banking* 33(2):312-34.

Fisher I. 1933. The debt-deflation theory of great depressions. *Econometrica.*

Hausmann R, Fernández-Arias. 1999. Iniciativas internacionales para darle estabilidad a la integración financiera. *RES Working Papers 4175*, Inter-American Development Bank, Research Department.

Jappelli T, Pagano M. 2008. Financial market integration under EMU. *European Commission Economic Papers 312*, European Commission, Brussels.

Kenen PB. 1969. The theory of optimum currency areas: an eclectic view. *Monetary Problems of the International Economy*, ed. R Mundell, A Swoboda 41-60. Chicago (II): *University of Chicago Press*.

Krugman. 2011. ¿Tiene salvación Europa? Diario El País, sección Economía, Enero 2011. http://www.elpais.com/articulo/primer/plano/Tiene/salvacion/Europa/elpepueconeg/20110116elpneglse_2/Tes

Lane P. 2006. The real effects of European monetary union. *Journal of Economic Perspectives 20*:47-66.

Machinea J. 2003. Mercosur: En busca de una nueva agenda. La inestabilidad cambiaria en el MERCOSUR: Causas, problemas y posibles soluciones. *Documento de Trabajo-IECI-06* - Banco Interamericano de desarrollo.

Machinea J, Rappoport V. (2003). Financial safety nets and regional integration. *Integration and Trade*.

McKinnon RI. 1963. Optimum currency areas. *American Economic Review 53*:717-25.

Mundell RA. 1961. A theory of optimum currency areas. *American Economic Review 51*:657-65.

Rodrick D, Subramanian A. 2008. Why did the financial Globalization dissapoint? *IMF Staff Papers 56*:112–138.

Rose A. 2000. One money one market: estimating the effects of common currencies on trade. *Economic Policy 15*:9-49.

Stein E, Lora E, Pagés C, Panizza U. (2003). A decade of Development Thinking. *Research Department Inter-American Development bank*.

Tenreyro S, Santos Silva J. (2008). Currency Unions in Prospect and Retrospect. *CEPR Discussion Papers 7824*, C.E.P.R Discussion Paper.