

Ensayos Económicos

Crisis y engaños del euro: el comercio explica la verdadera historia, no la deuda y el déficit

John Weeks

Inflación estructural *redux*

Leonardo Vera

¿La competencia por deudores recién incorporados perjudica el acceso al crédito? Análisis en un contexto de alto riesgo y baja bancarización

Verónica Balzarotti y Alejandra Anastasi

Distribución del crédito, rentabilidad y estabilidad

Paulo L. dos Santos

69

Diciembre de 2013



ie | BCRA
INVESTIGACIONES ECONÓMICAS

Crisis y engaños del euro: el comercio explica la verdadera historia, no la deuda y el déficit

John Weeks*

SOAS, Universidad de Londres

Resumen

La crisis del euro se presentó, en general, como déficits fiscales excesivos que llevaron a la acumulación de deudas públicas insostenibles. Este diagnóstico se aplicó sobre todo a Grecia e Italia, pero también a Portugal y España. En la mayor parte del análisis estaba implícita, y por momentos explícita, la sugerencia de que estos países gastaban más de lo que tenían y que no estuvieron comprometidos con la competitividad internacional. Este artículo demuestra que la estrategia de crecimiento impulsado por exportaciones de Alemania generó grandes déficits comerciales y de cuenta corriente a lo largo y ancho de la Eurozona en la década del 2000. En el año 2008, cuando el continente se vio golpeado por la crisis financiera global, estos déficits se tornaron insostenibles. Con excepción de Grecia, ni las deudas públicas ni los déficits fiscales eran un problema importante para los países de la Eurozona antes del 2008. El análisis conduce a medidas que podrían haber evitado totalmente la crisis de deuda soberana, así como también haber corregido las balanzas comerciales insostenibles de la Eurozona. Estas políticas no fueron consideradas seriamente, lo que puso en duda el futuro de la moneda común.

Clasificación JEL: E42, E62, F32, F33, F42, G01.

Palabras clave: balanza comercial, crisis, deuda pública, Eurozona, moneda común, resultado fiscal, sostenibilidad.

* El autor agradece a Engelbert Stockhammer y Laszlo Andor por sus sugerencias. Las opiniones vertidas en el presente trabajo son del autor y no se corresponden necesariamente con las del BCRA o sus autoridades. Email: jw10@soas.ac.uk.

Euro Crises and Euro Scams: Trade not Debt and Deficits Tell the Tale

John Weeks

SOAS, University of London

Summary

The euro crisis was typically presented as excessive fiscal deficits leading to the accumulation of unsustainable public debts. This diagnosis applied most notably in Greece and Italy, but also Portugal and Spain. Implicit in much of the analysis, and occasionally explicit, was the suggestion that these countries spent beyond their means and abandoned a commitment to international competitiveness. This article demonstrates that the German export-led growth strategy generated large trade and current account deficits throughout the euro zone in the 2000s. When the global financial crisis struck the continent in 2008 these deficits proved unsustainable. With the exception of Greece neither public debts nor fiscal deficits represented a major problem among euro zone countries prior to 2008. The analysis leads to measures that could have avoided the crisis of sovereign debt entirely, as well as corrected the unsustainable trade balances in the euro zone. These policies were not seriously considered, with the result that the future of the common currency was in doubt.

JEL: E42, E62, F32, F33, F42, G01.

Keywords: common currency, crisis, Euro area, fiscal balance, public debt, sustainability, trade balance.

I. Introducción

Con pocas excepciones, los políticos y los medios presentaron a la crisis de la moneda de la Eurozona como una crisis de déficits fiscales excesivos que derivaron en la acumulación de deudas públicas insostenibles. Este diagnóstico de deuda y déficit se aplicó sobre todo a Grecia e Italia, pero también a Portugal y España, y así este grupo de países recibió la poco halagadora denominación de “PIGS” (por las iniciales de los nombres de los países en idioma inglés, que forman la palabra “cerdos” en español). En la mayor parte del análisis estaba implícita, y por momentos explícita, la sugerencia de que estos PIGS no sólo eran despilfarradores sino también haraganes, que gastaban más de lo que tenían y que no se comprometían con la competitividad internacional.

Este artículo demuestra lo contrario. Los “hechos estilizados” relevantes de la crisis de la Eurozona fueron engañosos, intencional o involuntariamente. El origen de la crisis de deuda y déficit radica en las políticas comerciales que siguieron los gobiernos alemanes desde fines de la década de 1990 en adelante. Por este motivo, en la sección II el análisis comienza considerando el comercio entre Alemania, Francia y los PIGS, y su desempeño en términos de crecimiento. Allí, se muestra que la estrategia de crecimiento impulsado por exportaciones de Alemania generó grandes déficits comerciales y de cuenta corriente a lo largo y ancho de la Eurozona en la década del 2000. En 2008, cuando el continente se vio golpeado por la crisis financiera global, estos déficits comerciales se tornaron insostenibles. En la sección III se demuestra que, con excepción de Grecia, ni las deudas públicas ni los déficits fiscales representaban un problema importante en los países de la Eurozona antes de 2008. Dicha sección trata explícitamente la cuestión de los supuestos “déficits estructurales”, y concluye que el adjetivo “estructural” carece de significado económico en estas circunstancias.

El análisis conduce a medidas de política económica que podrían haber evitado totalmente la crisis de deuda soberana, así como también podrían haber corregido las balanzas comerciales insostenibles en la Eurozona. Estas políticas no se consideraron con seriedad, con el resultado de que en la segunda década del siglo XXI se puso en duda el futuro de la moneda común.

II. Crecimiento y comercio

II.1. Antecedentes históricos

Entre las fechas más destacadas en la historia de la Unión Europea se encuentran 1951, 1957, 1986 y 1999. La primera de ellas marcó el inicio de la Comunidad Europea del Carbón y del Acero, originariamente propuesta por el ministro de relaciones exteriores de Francia. El propósito que expresó fue explícitamente político. Su intención era la de “proporcionar a todos los países miembros los elementos básicos de producción industrial en las mismas condiciones” (énfasis agregado).¹ Representantes de seis países miembros firmaron el Tratado de Roma en 1957, que generalizó la cooperación económica mediante la creación de la Comunidad Económica Europea. El Acta Única Europea que formalizó la normativa regional fue adoptada en 1986. Luego siguió la larga discusión sobre la moneda común, que estableció al euro como unidad de cuenta en 1999, y la introducción de los billetes y monedas en 2002.

Entre el Acta Única Europea y el euro, un hito histórico alteró fundamentalmente la naturaleza de la Unión Europea. En octubre de 1990, la República Federal de Alemania absorbió a la República Democrática de Alemania (RDA) en lo que podría llamarse la segunda unificación alemana (la primera tuvo lugar en 1871). Inmediatamente antes de esta unión, la economía de la República Federal superaba en poco más de 10% a la de Francia, la siguiente en dimensión entre los doce miembros de la Unión Europea en ese momento. Al día siguiente, la economía de la nueva Alemania superaba a la de Francia por un tercio. Quizás un dato más importante es que la economía alemana post-unificación representaba un tercio de los ingresos nacionales combinados de los diez futuros miembros del euro (de los doce miembros que había en 1990, excepto Dinamarca y el Reino Unido). Se había producido un cambio sustancial en la dinámica política que determinaría el diseño de la moneda común europea.

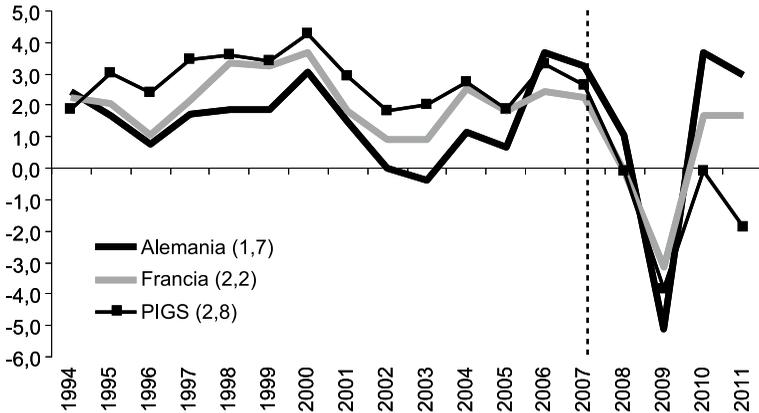
Durante el proceso de incorporación de la antigua República Democrática, el gobierno de la República Federal encabezado por Helmut Kohl tomó una decisión

¹ En la Declaración de Schuman del 9 de mayo de 1950, se lee: “La solidaridad en la producción que así se realice [por la Comunidad] pondrá de manifiesto que cualquier guerra entre Francia y Alemania no sólo resulta impensable, sino materialmente imposible. La creación de esta potente unidad de producción, abierta a todos los países que deseen participar en ella, proporcionará a todos los países a los que agrupe los elementos fundamentales de la producción industrial en las mismas condiciones y sentará los cimientos reales de su unificación económica.” <http://europa.eu/about-eu/basic-information/symbols/europe-day/schuman-declaration>.

que tendría un gran impacto en el contexto económico de la nueva moneda europea. La moneda de la RDA, comúnmente conocida como *ostmark*, se convirtió a una paridad de uno a uno con el Marco Alemán para salarios, precios y cuentas bancarias personales hasta un máximo de 4.000.² Esta conversión provocó temor en el Banco Central alemán de que se estuvieran acumulando presiones inflacionarias (Blanchard, Froot y Sacks, 1992, p. 6).

Frente al miedo a la inflación, la respuesta del Deutsche Bundesbank fue el aumento de su tasa de descuento al 9,42% en 1992, y del rendimiento de su deuda pública a largo plazo por encima del 8%. El efecto doméstico de esta política monetaria dura combinada con restricción fiscal llevaría la tasa de crecimiento de Alemania por debajo de las de Francia y los PIGS durante la década de 1990 y hasta entrada la década del 2000 (ver el Gráfico 1). Durante catorce años, entre 1994 y 2007, el PIB de Grecia y España aumentó en promedio casi dos puntos porcentuales más rápidamente que el de Alemania, y el índice de Portugal estaba casi un punto más arriba (Gráfico 2).

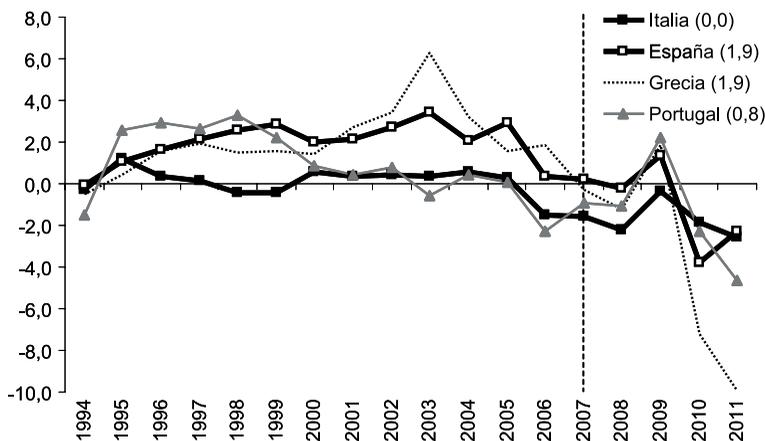
Gráfico 1 / Crecimiento del PIB, Alemania, Francia y PIGS. 1994-2011



Nota: los números en la leyenda corresponden al promedio para el período 2000-2007.
Fuente: OCDE.

² Para las deudas de las empresas y la mayoría de los restantes pasivos y activos, la conversión fue de dos a uno, con excepción de las actividades designadas como especulativas que se convirtieron tres a uno. Para una discusión analítica, ver Bofinger (1990).

Gráfico 2 / Tasas de crecimiento del PIB de los PIGS (menos la tasa de crecimiento alemán). 1994-2011



Nota: los números en la leyenda corresponden al promedio para el período 2000-2007.
Fuente: OCDE.

La respuesta del gobierno socialdemócrata de Gerhard Schroder al deterioro del desempeño económico alemán fue una estrategia de crecimiento impulsado por exportaciones. Esta estrategia incluyó un acuerdo con los sindicatos para contener los salarios reales, disminuir la protección laboral para permitir salarios reducidos en el extremo más bajo de un mercado laboral segmentado (Constant y Massey, 2005), y subsidios explícitos por medio de incentivos impositivos vinculados a las exportaciones (Flassbeck, 2010a, 2010b).³

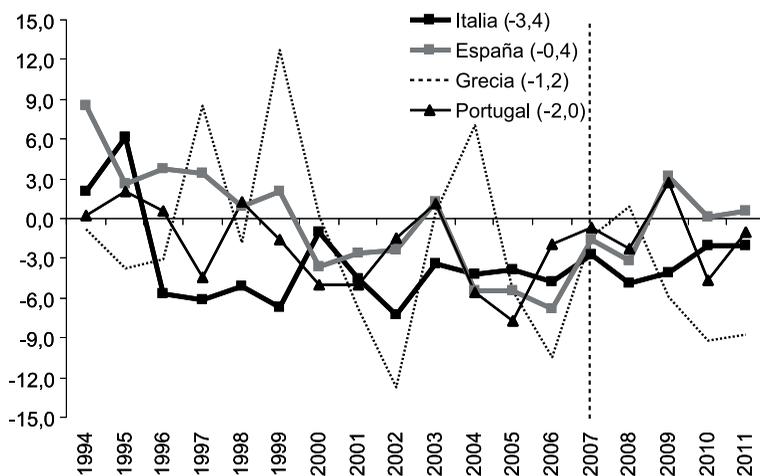
II.2. Desequilibrios comerciales

La tasa de crecimiento alemana se recuperó, y cerca del 75% de esa recuperación se debió al crecimiento de las exportaciones. El determinante principal del desarrollo de las exportaciones en sí mismo, nuevamente alrededor de tres cuartas partes del cambio, fueron los costos laborales unitarios, que crecieron lentamente. Una gran parte del cambio en el costo laboral unitario, alrededor de la mitad, fue resultado de los cambios en el salario nominal (Weeks, 2012a). Una simple multiplicación sugiere que una cuarta parte del desempeño de Alemania en términos de crecimiento fue consecuencia de la política de contención del salario real. Un efecto colateral predecible de dicha política fue el lento crecimiento de las importaciones en Alemania, lo que contribuyó a un creciente superávit comercial.

³ Flassbeck y Spieker (2011, p. 180) resumen los desequilibrios comerciales de la siguiente manera: "Una gran brecha de competitividad ha surgido entre los estados miembros debido a la política de dumping salarial de Alemania por un lado, y de crecimiento de los salarios por encima del crecimiento de la productividad en el sur de Europa, por el otro..."

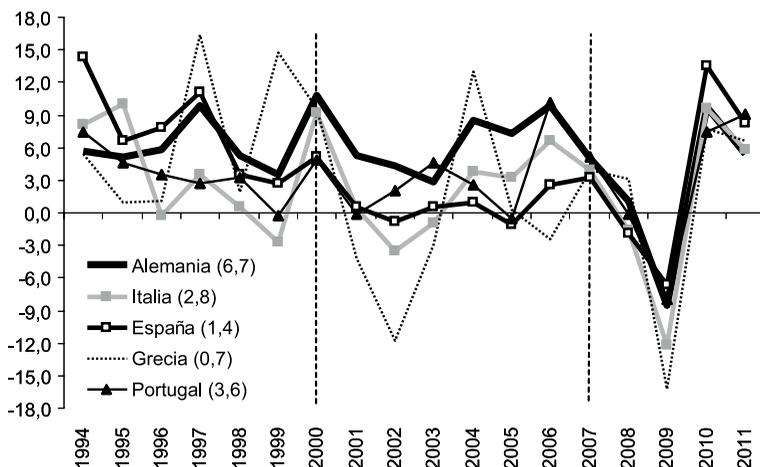
Rejuvenecido por la política de compresión salarial, el crecimiento de las exportaciones alemanas superó al de Italia (por un promedio de 3,4 puntos porcentuales por año), al de Portugal (2 p.p.), al de Grecia (1,2 p.p.) y al de España (0,4 p.p.), como se observa en el Gráfico 3. Algo aún más sorprendente fue que la tasa de crecimiento de las exportaciones alemanas superó su tasa de crecimiento del PIB en casi siete puntos porcentuales durante el período 2000-2007, mientras que la misma brecha para todos los PIGS se ubicó por debajo de cuatro puntos porcentuales (Gráfico 4). En mayor medida que otros miembros de la Eurozona, aun en comparación a países pequeños como Grecia y Portugal, la industria alemana cambió el destino de la producción, trasladándola del mercado interno hacia otros países. Dado que el grueso de las exportaciones de Alemania a principios de la década del 2000 estuvo destinado a otros miembros de la Unión Europea, una estrategia de crecimiento impulsado por las exportaciones necesariamente derivó en un resultado comercial impulsado por las importaciones por parte de los PIGS. Debido a la contención salarial, a partir de un saldo positivo en la balanza de bienes de US\$ 60.000 millones en el 2000, el superávit alemán creció hasta US\$ 200.000 millones en 2006 y US\$ 273.000 millones en 2007, justo antes de que estallara la crisis financiera (el Gráfico 5 muestra la evolución de la balanza de cuenta corriente de Alemania y los PIGS entre 2000-2011).

Gráfico 3 / Tasa de crecimiento de las exportaciones de los PIGS (menos la tasa de crecimiento de las exportaciones alemanas). 1994-2011



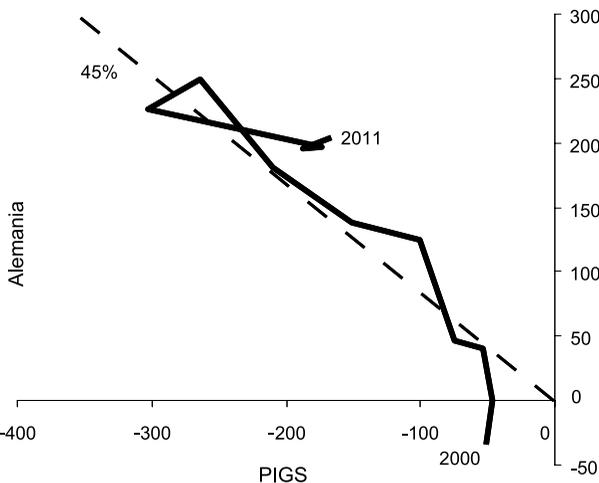
Nota: los números en la leyenda corresponden al promedio para el período 2000-2007.
Fuente: OCDE.

Gráfico 4 / Crecimiento de exportaciones menos crecimiento del PIB, Alemania y PIGS. 1994-2011



Nota: los números en la leyenda corresponden al promedio para el período 2000-2007.
Fuente: OCDE.

Gráfico 5 / Balanza de cuenta corriente, Alemania (vertical) y PIGS (horizontal), 2000-2011 (miles millones de US\$)



Fuente: OCDE.

La estrategia de crecimiento del gobierno socialdemócrata, continuada después por la coalición de Angela Merkel, fue el origen de la crisis del euro que se venía. ⁴ Las crecientes brechas comerciales pasaron de ser un problema a convertirse en un desastre cuando golpeó la crisis financiera en 2007 y 2008. Para fines de la década, la única incógnita era qué país sería el primero en alcanzar una situación externa insostenible. Grecia fue el primero en aproximarse al desastre, porque tenía un gran déficit comercial y un gran déficit fiscal. La próxima sección aborda los temas del déficit y la deuda, para demostrar que ellos en sí mismos no provocaron la crisis de la Eurozona.

III. Deuda y déficit

III.1. La matemática de los “déficits estructurales”

En el centro de la discusión sobre los resultados fiscales durante la crisis de la Eurozona estuvo la frase “déficit fiscal estructural”, un concepto aparentemente operacional con grandes implicancias de política, aunque no aparezca en los documentos sobre “procedimiento de déficit excesivo” de la Comisión Europea. ⁵ El adjetivo “estructural” generalmente se utiliza en los medios financieros con referencia a un déficit persistente del sector público que exige cambios en la política impositiva o de gastos para su eliminación.

Puesto que los cambios en el producto generan cambios directos tanto en los ingresos como en los egresos fiscales, el concepto de “déficit estructural” implica como mínimo un desglose de las finanzas públicas entre componentes cíclicos

⁴ A principios de 2009, Flassbeck y Spieker (2009, p. 2) destacaron la no sustentabilidad de la Eurozona si continuaba el crecimiento impulsado por exportaciones de Alemania: “[Una] estrategia para elevar la competitividad internacional mediante el establecimiento de límites al aumento de los costos laborales unitarios a tasas menores que en los países socios sólo puede ser exitosa si la moneda local se aprecia menos que lo necesario para compensar la “moderación de salarios”. En el caso de Alemania, la fijación de facto de tipos de cambio nominales en el período previo a la EMU (Unión Económica y Monetaria, por sus siglas en inglés) y la fijación definitiva de tipos de cambio intrarregionales a principios de 1999 hicieron posible este tipo de estrategia de empobrecer al vecino (*beggar-thy-neighbour*). Como resultado, el saldo de cuenta corriente de Alemania mejoró de un déficit de 1,7 % del PIB en 2000 a un superávit de más del 7% del PIB en 2007, mientras que sus socios comerciales más cercanos se movieron hacia el déficit y sufrieron pérdidas enormes en las participaciones de mercado dentro de Europa y en el resto del mundo.”

⁵ Las definiciones y procedimientos de corrección formales pueden encontrarse en el sitio Web de la Unión Europea, http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/sgp/deficit/index_en.htm. Un documento oficial de la UE sobre finanzas públicas publicado en 2008 utiliza la frase “cuestiones fiscales estructurales”, pero no aparecen las expresiones “déficit estructural” ni “resultado fiscal estructural” (Arpaia y Turrini, 2008).

y no cíclicos.⁶ La definición más simplista y aparentemente más utilizada es un déficit que tendría lugar si la economía estuviera en pleno empleo.⁷

La existencia de un “déficit fiscal estructural” debería tratarse como una hipótesis que requiere una especificación analítica previa a una estimación empírica. Esta especificación requiere que la política impositiva y la estructura de gastos permanezcan sin cambios. Si los precios son constantes, pueden definirse las siguientes variables como nominales y reales:

$$R = R^* + tY$$

$$G = G^* + [g_1 - g_2]Y$$

Donde Y es el ingreso nacional, G el gasto público y R los ingresos públicos. El término constante G^* , por definición, representa aquellos gastos no afectados por los cambios de corto plazo en el producto. Estos gastos incluyen la casi totalidad de los gastos del gobierno central y los gobiernos locales con excepción del seguro de desempleo y otros pagos de protección social. Un componente importante del gasto no sensible al ingreso son los servicios de la deuda pública. Algunos países pueden tener rubros de gastos que estén legalmente, o en la práctica, vinculados positivamente al ingreso nacional, indicados por el coeficiente g_1 . Si las políticas de gasto no cambian, es probable que este coeficiente sea bastante pequeño. Más amplios en el margen serían los rubros contracíclicos, a veces lla-

⁶ Brander, Diebalek y Schuberth (1998) lo destacaron hace más de una década: “El requisito de cumplir el criterio de convergencia fiscal del Tratado de Maastricht (TM) y el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) ha encendido el debate sobre cuestiones metodológicas con respecto al ajuste cíclico de los resultados fiscales. De acuerdo con el PEC, en el mediano plazo el ratio de déficit (endeudamiento neto) a PIB debería ser “cercano al equilibrio o superavitario”. Sin embargo, el déficit puede exceder el 3% del PIB en circunstancias excepcionales y transitorias. Como consecuencia, el PEC reconoce implícitamente la necesidad de distinguir entre componentes cíclicos y estructurales del saldo presupuestario.”

⁷ En la base de datos “Estadísticas de la A a la Z”, se encuentra una tabla con el título “Resultados estructurales”, con la siguiente nota explicativa: “El desglose del resultado del presupuesto en un componente cíclico y uno no cíclico está destinado a separar las influencias cíclicas asociadas a las divergencias entre producto real y potencial (la brecha del producto), de aquéllas que son no cíclicas. Los cambios en las últimas pueden verse como una causa más que un efecto de las fluctuaciones del producto y pueden interpretarse como indicativas de ajustes discrecionales de política. Se debe observar, sin embargo, que los cambios en los ingresos relacionados con recursos —como resultado de cambios en los precios del petróleo, por ejemplo— y en pagos de intereses —como resultado de la acumulación de deudas pasadas o cambios en las tasas de interés— no son cíclicos ni puramente discrecionales. Aún así, estos cambios se reflejan en la evolución del componente cíclico del saldo del presupuesto.” www.oecd.org/document/25/0,3746,en_2649_37443_33702_745_1_1_1_37443,00.html.

La guía detallada sobre estadísticas de la OCDE informa que el producto potencial se calcula utilizando una función de producción con elasticidad de sustitución constante (CES, por su nombre en inglés) con las variables de trabajo y capital como argumentos (<http://www.oecd.org/eco/sources-and-methods>).

mados “estabilizadores automáticos” (representados por el coeficiente g_2).⁸ Del lado del otro componente del resultado fiscal, los ingresos pueden separarse en un componente de “suma fija”, R^* , y el componente sensible al ingreso nacional. El segundo se simplifica aquí suponiendo que las tasas de impuesto marginal y promedio son iguales. En las economías europeas, el elemento de los ingresos públicos que es independiente del nivel del ingreso nacional es bastante pequeño, sólo unos pocos puntos porcentuales del ingreso total.

Considerando ambas ecuaciones, el resultado fiscal puede expresarse como una función del ingreso nacional:

$$B = [R^* - G^*] + [t - g_1 + g_2]Y,$$

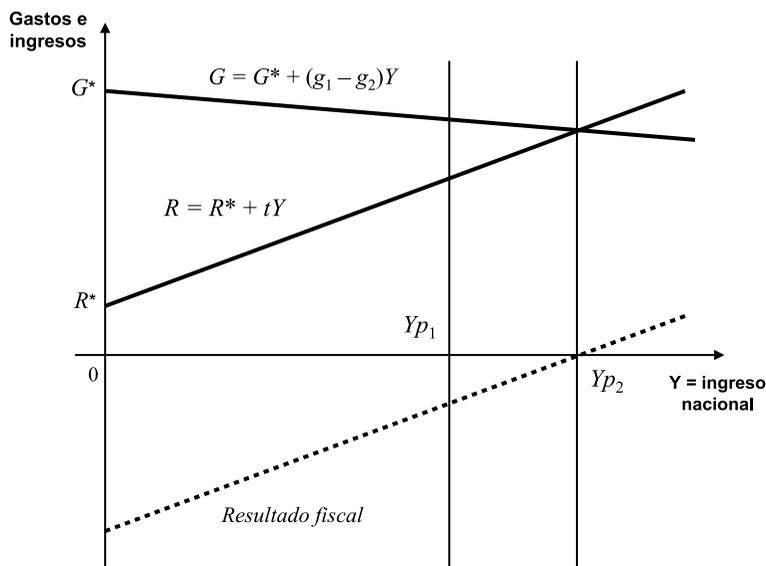
y empíricamente sabemos que, $|g_2| > g_1$.

Existe un “déficit fiscal estructural” si $B < 0$ para $Y=Yp$, donde Yp es el “producto potencial”. Esta especificación de “resultado estructural” se muestra en el Diagrama 1. Un “producto potencial” de Yp_1 implica un déficit, Yp_2 un presupuesto equilibrado, y por encima de Yp_2 , un superávit. La estimación del producto potencial es central para esta definición. En este sentido, los cálculos de la OCDE se derivan de una función de producción estimada con series de tiempo. Por lo tanto, los Yp del diagrama se basan en estimaciones del *stock* de capital total y del empleo consistentes con el producto potencial. La metodología de la función de producción es sumamente dudosa en este contexto, porque supone una minimización de costos en economías caracterizadas por sectores públicos grandes, cuyas decisiones en materia de empleo y producción no se basan principalmente en el mercado. Aun cuando el marco de la función de producción fuera aceptado como adecuado, existen graves problemas con las dos variables más importantes, el *stock* de capital agregado y el “pleno empleo”.⁹

⁸ Un debate completo de estos conceptos con pruebas empíricas se encuentra en Debrun y Kapoor (2010).

⁹ Estos conceptos y el enfoque de función de producción en sí mismo se abordan de manera crítica en Shaikh (1974).

Diagrama 1 / “Resultado fiscal estructural” con reglas de egresos e ingresos sin cambios



Esta última consideración es suficiente para poner en duda el “producto potencial”. Las estimaciones de “pleno empleo” derivan, por lo general, de la hipótesis de “tasa de desempleo natural”. Esta hipótesis establece que en toda economía existe una tasa de empleo/desempleo respecto de la cual el índice de inflación es constante, identificada con la frase bastante burda de “tasa de desempleo compatible con una inflación estable” (NAIRU, por sus siglas en inglés). Por lo tanto, el “producto potencial” requiere: 1) el uso del método dudoso de función de producción para estimar el producto, 2) aceptar la existencia de una relación estable entre el desempleo y los salarios nominales, 3) avalar una explicación específica de la inflación por la relación salarios-precios, y 4) aceptar en la práctica una estricta dicotomía entre inflación estable e inflación creciente (Weeks 2012a, p. 202). El no cumplimiento de cualquiera de estos pasos sería suficiente para abandonar el enfoque por completo.

Un enfoque considerablemente menos problemático respecto de los “déficits estructurales” comienza abordando el propósito del concepto. La cuestión central es si los déficits se eliminan solamente por medio de la expansión económica, o si exigen cambios en la política de gastos e impuestos. Esta cuestión puede abordarse mediante dos preguntas directas:

- ¿En qué condiciones el crecimiento reduce el déficit fiscal?
- Si el crecimiento reduce el déficit fiscal, ¿lo hace con suficiente rapidez para la política práctica?

La respuesta a la primera pregunta comienza tomando la primera diferencia del resultado fiscal. Suponiendo que el coeficiente de los gastos dependientes positivamente de los ingresos sea igual a cero ($g_1 = 0$) y si las reglas de impuestos no cambian, entonces:

$$\Delta B = \Delta [R^* - G^*] + [t + g_2] \Delta Y$$

Dividiendo ambos términos por el ingreso nacional (Y):

$$\Delta B/Y = \Delta [R^* - G^*]/Y + [t + g_2] \Delta Y/Y$$

Que puede reescribirse como:

$$b = \alpha_0 + \alpha_1 y$$

Donde b es la primera diferencia del resultado fiscal en relación al ingreso nacional, α_0 es el cambio en el resultado que es autónomo con respecto al ingreso nacional y cuyo signo *a priori* es desconocido, α_1 es la suma de la tasa impositiva y el coeficiente de los gastos contracíclicos y es mayor a 0, e y es el crecimiento del ingreso nacional. El concepto de “déficit fiscal estructural” puede especificarse con esta fórmula. Consideremos la “tasa de crecimiento sostenible” de la economía, por ejemplo, como el promedio de los cinco años de expansión previos, entonces:

*Un país tiene un déficit estructural si con los parámetros de gastos e ingresos pre-
valecientes, la tasa sustentable del crecimiento del PIB no mejora el saldo fiscal.*

Los dos parámetros pueden estimarse a partir de las estadísticas disponibles. Como aproximación, se utilizan las estadísticas obtenidas a partir de una regresión simple de la tasa de crecimiento del PIB y el cambio en el resultado fiscal general de seis países: Alemania, Francia, Italia, España, Grecia y Portugal. Estos valores se informan en la Tabla 1. Para todos los países, con excepción de Alemania, la regresión logarítmica simple corresponde al período 1995-2009.

El cálculo para Alemania comienza en 1996 porque los costos fiscales inusualmente altos vinculados con la reunificación siguieron hasta 1995. El año final es 2009 porque, con posterioridad, varios gobiernos introdujeron cambios fiscales importantes con la esperanza de reducir los déficits.

Tabla 1 / Regresión simple entre el crecimiento del PIB y la primera diferencia del resultado fiscal general en seis países de la Eurozona, 1995-2009

| País | Constante α_0 | Coefficiente α_1 | Nivel de significancia α_1 | Años |
|-------------|--|---|---|-------------|
| Alemania | -0,60* | 0,54 | 0,00 | 1996-2009 |
| Francia | -1,27 | 0,65 | 0,00 | 1995-2009 |
| Italia | -0,24* | 0,49 | 0,00 | 1995-2009 |
| España | -3,32 | 1,04 | 0,00 | 1995-2009 |
| Grecia | -1,99 | 0,51 | 0,01 | 1995-2009 |
| Portugal | -1,42 | 0,61 | 0,00 | 1995-2009 |

Notas: (*) no significativo en términos estadísticos.

Los datos comienzan en 1994, con la observación inicial en 1995 para la primera diferencia en el resultado fiscal. El coeficiente α_1 se puede interpretar como el cambio en puntos porcentuales del resultado fiscal ante un cambio de un punto porcentual en la tasa de crecimiento.

Fuente: esta tabla y todas las que siguen usan la base de datos de la OCDE en lugar de Eurostat de la Unión Europea, salvo que se indique lo contrario. El motivo es que la primera tiene series de tiempo expresadas en dólares estadounidenses, lo que permite una comparación más fácil de los niveles entre países para los años previos al euro (www.oecd.org/statistics).

Estos cálculos simples permiten obtener algunas conclusiones de interés. En primer lugar, los términos constantes son todos negativos, lo que implica que el crecimiento cero aumenta los déficits (aunque los términos no son significativos para Alemania e Italia). Esto ocurre porque el crecimiento cero implica aumentos en el desempleo y, por lo tanto, pagos de beneficios a los desocupados. En segundo lugar, todos los coeficientes sobre el crecimiento son positivos, y muy significativos sin excepción. Sus valores varían considerablemente debido a las diferencias en las políticas de gastos e impuestos entre los países.¹⁰

En tercer lugar, y más importante, las estadísticas indican que la reducción de los déficits fiscales depende de la tasa de crecimiento económico. Este punto se analiza en la Tabla 2. Para Alemania e Italia, las estadísticas sugieren que cualquier tasa

¹⁰ Los valores de los coeficientes de la regresión simple son similares a un cálculo de la OCDE definido como “la elasticidad del resultado general con respecto a la brecha del producto” para Alemania (0,54 en la Tabla 1 y 0,51 para la OCDE), Italia (0,49 y 0,53), y Grecia (0,51 y 0,47). Sin embargo, las estadísticas de la OCDE son considerablemente más bajas para Francia (0,65 y 0,53), España (1,04 y 0,44), y Portugal (0,61 y 0,46). Resulta sospechoso que las “elasticidades” de la OCDE sean tan similares entre los países, lo que sugiere que la metodología no hace una distinción suficiente entre ellos. Las estadísticas de la OCDE se informan en una guía del FMI sobre política fiscal y deuda (Escolano, 2010, p. 19).

de crecimiento positiva reduce el déficit, porque los términos constantes no son significativamente diferentes de cero. Para España y Grecia, se necesitan tasas de crecimiento bastante altas para reducir el déficit, 3,2% y 4% por año, respectivamente. El caso de España es sorprendente porque el coeficiente de regresión simple es, sin lugar a dudas, el mayor de los seis, pero también lo es el valor absoluto de su término constante. La necesidad de una tasa de crecimiento alta puede ser el resultado del gran nivel de desempleo estructural, que implica pagos de beneficios sociales relativamente insensibles al crecimiento del ingreso nacional. Puede ser que si el crecimiento del PIB es bajo, el desempleo no se reduzca, y el aumento marginal de los ingresos fiscales no compense el peso de estos pagos. La elevada tasa de crecimiento requerida para Grecia tiene causas bien conocidas: la baja propensión marginal a pagar impuestos, especialmente en los grupos de altos ingresos, y el peso del servicio de la deuda, que es inelástico al crecimiento.

Tabla 2 / Test de “Déficits Estructurales” en seis países de la Eurozona

| País | Resultado fiscal gral. en 2000 | Δb para $y=0$ | Δb para $y=1\%$ | Δb para $y=2\%$ | y para $\Delta b=0$ | Tasa de crecimiento 2000-07 |
|----------|--------------------------------|-----------------------|-------------------------|-------------------------|-----------------------|-----------------------------|
| Alemania | 4,3 | -0,6 | -0,1 | 0,5 | 1,1 | 1,6 |
| Francia | 7,1 | -1,3 | -0,6 | 0,1 | 1,9 | 2,1 |
| Italia | -4,5 | -0,2 | 0,3 | 0,7 | 0,5 | 1,6 |
| España | -9,3 | -3,3 | -2,3 | -1,2 | 3,2 | 3,6 |
| Grecia | -10,5 | -2,0 | -1,5 | -1,0 | 4,0 | 4,2 |
| Portugal | -9,8 | -1,4 | -0,8 | -0,2 | 2,4 | 1,5 |

Notas: la primera columna de datos informa el resultado fiscal general de cada país en el año 2000. Las siguientes tres columnas informan el cambio calculado en el resultado fiscal general para diferentes tasas de crecimiento del PIB, utilizando los parámetros de la Tabla 1. La quinta columna indica la tasa de crecimiento que es consistente con la ausencia de cambios en el resultado fiscal general, también según los parámetros de la Tabla 1. La última columna informa la tasa de crecimiento del PIB real, 2000-2007.

Una tasa de crecimiento anual del 1% reduciría el déficit en sólo uno de los seis países (Italia), y una del 2% mejoraría el resultado fiscal en tres de los seis (Alemania, Francia e Italia). Los valores críticos respecto del crecimiento aparecen en la quinta columna de la Tabla 2. La última columna informa las tasas de crecimiento promedio durante la década del 2000 hasta la crisis financiera de 2008. Si estas tasas se interpretaran como “normales” y “sustentables”, sólo a Portugal se le asignaría un “déficit fiscal estructural”.

El propósito del ejercicio numérico de la Tabla 2 no es generar coeficientes precisos, sino utilizar estadísticas simples para demostrar un punto básico: dado que el crecimiento y el resultado fiscal están vinculados, el término “déficit estructural”

ral” necesariamente es subjetivo. En el contexto de esta subjetividad, es posible cierto grado de objetividad: 1) el crecimiento reduce el déficit si es lo suficientemente rápido, y cuán rápido debe ser depende de las características del gasto y los ingresos fiscales de cada país; y 2) la reducción del déficit siempre será más exitosa con crecimiento. Una estrategia racional para la reducción del déficit fiscal en la Eurozona y en otros lugares implica simultáneamente estimular el crecimiento y modificar las estructuras de impuestos y gastos. La combinación de reducción del gasto y aumento de impuestos no es una estrategia para la reducción del déficit. Es una estrategia de contracción del producto.

III.2. Análisis de los resultados fiscales en la región

En la sección anterior se demostró que la expresión “déficit estructural” puede ser engañosa, y es posible que ésa sea la intención. El adjetivo modificativo “estructural” sugiere que un gobierno enfrenta un problema que requiere acción inmediata, con un fuerte indicio de que la acción requerida implica un quiebre con la política anterior. Entonces, si un problema es “estructural”, debe modificarse mediante la alteración o reforma de las “estructuras”. Esta sección analiza si esta caracterización puede aplicarse de manera razonable a Italia, España, Grecia y Portugal.

¿A fines de la década del 2000 las finanzas públicas de estos países estaban tan deterioradas que eran necesarias reformas inmediatas y “estructurales”? Para responder de forma inteligente hay que preguntar, ¿necesarias para qué propósito? Se supone que si hace falta una acción de política, el propósito sería que el resultado fiscal y la deuda pública fueran financieramente sustentables y consistentes con las obligaciones del sector público ante la población a la que debería servir.

Con este propósito en mente se pueden interpretar las estadísticas de resultado fiscal de la Tabla 3. En cada parte de la tabla se señala el inicio del período del euro a partir de 1999. En el extremo inferior de cada parte se encuentra el valor promedio del período euro hasta la crisis financiera de 2008, con la cantidad de años en que cada país tuvo el resultado fiscal más negativo del grupo durante ese período. La primera parte de la tabla informa el resultado fiscal general, ingresos públicos totales menos gastos totales. Según este indicador, cuatro de los seis países cumplían con el famoso criterio de Maastricht que limita los déficits al 3% del PIB en el inicio del euro, con las excepciones de Grecia y Portugal (para más detalles sobre este criterio, ver Gross, 1995). El país que mostró el mejor resultado general entre 2000 y 2007 fue España, con un leve superávit, en cambio Alemania registró déficits en seis de los ocho años.

Tabla 3 / Resultado fiscal general y primario como porcentajes del PIB, seis países de la Eurozona, 1994-2011

a. Resultado general

| Año | Alemania | Francia | Italia | España | Grecia | Portugal |
|----------|----------|---------|--------|--------|--------|----------|
| 1994 | -2,5 | -5,5 | -9,0 | -7,8 | -8,3 | -7,4 |
| 1995 | -9,5 | -5,5 | -7,4 | -7,2 | -9,1 | -5,4 |
| 1996 | -3,3 | -4,0 | -7,0 | -5,5 | -6,7 | -4,8 |
| 1997 | -2,7 | -3,3 | -2,7 | -4,0 | -5,9 | -3,7 |
| 1998 | -2,3 | -2,6 | -2,9 | -3,0 | -3,9 | -3,9 |
| 1999 | -1,6 | -1,8 | -2,0 | -1,2 | -3,1 | -3,1 |
| 2000 | 1,1 | -1,5 | -0,9 | -1,0 | -3,8 | -3,3 |
| 2001 | -3,1 | -1,7 | -3,2 | -0,5 | -4,5 | -4,8 |
| 2002 | -3,8 | -3,3 | -3,2 | -0,2 | -4,9 | -3,4 |
| 2003 | -4,1 | -4,1 | -3,6 | -0,4 | -5,8 | -3,7 |
| 2004 | -3,8 | -3,6 | -3,6 | -0,1 | -7,5 | -4,0 |
| 2005 | -3,3 | -3,0 | -4,5 | 1,3 | -5,6 | -6,5 |
| 2006 | -1,7 | -2,4 | -3,4 | 2,4 | -6,0 | -4,6 |
| 2007 | 0,2 | -2,7 | -1,6 | 1,9 | -6,8 | -3,2 |
| 2008 | -0,1 | -3,3 | -2,7 | -4,5 | -9,9 | -3,7 |
| 2009 | -3,2 | -7,6 | -5,4 | -11,2 | -15,6 | -10,2 |
| 2010 | -4,3 | -7,1 | -4,5 | -9,3 | -10,5 | -9,8 |
| 2011 | -1,0 | -5,2 | -3,8 | -8,5 | -9,2 | -4,2 |
| 2000-07 | -2,3 | -2,8 | -3,0 | 0,4 | -5,6 | -4,2 |
| Más neg. | 0 | 0 | 0 | 0 | 6 | 2 |

b. Resultado primario

| Año | Alemania | Francia | Italia | España | Grecia | Portugal |
|----------|----------|---------|--------|--------|--------|----------|
| 1994 | 0,3 | -2,6 | 1,5 | -3,4 | 3,5 | -2,2 |
| 1995 | -6,5 | -2,5 | 3,2 | -2,5 | 1,5 | -0,7 |
| 1996 | -0,4 | -0,9 | 3,8 | -0,8 | 3,3 | -0,7 |
| 1997 | 0,2 | -0,2 | 6,0 | 0,2 | 1,9 | -0,4 |
| 1998 | 0,6 | 0,3 | 4,8 | 0,8 | 3,5 | -1,2 |
| 1999 | 1,2 | 0,9 | 4,3 | 2,0 | 3,3 | -0,5 |
| 2000 | 3,9 | 1,1 | 5,1 | 2 | 2,8 | -0,8 |
| 2001 | -0,5 | 1 | 2,8 | 2,1 | 1,4 | -2,3 |
| 2002 | -1,3 | -0,6 | 2,2 | 2,1 | 0,4 | -0,9 |
| 2003 | -1,5 | -1,5 | 1,3 | 1,7 | -1,1 | -1,3 |
| 2004 | -1,3 | -1 | 1,1 | 1,7 | -2,9 | -1,7 |
| 2005 | -0,9 | -0,5 | 0 | 2,8 | -1,2 | -4,2 |
| 2006 | 0,8 | 0 | 1 | 3,7 | -1,5 | -2,1 |
| 2007 | 2,7 | -0,3 | 3,1 | 3 | -2,3 | -0,6 |
| 2008 | 2,3 | -0,7 | 2,2 | -3,4 | -5,1 | -1,0 |
| 2009 | -0,9 | -5,4 | -1,0 | -9,8 | -10,6 | -7,5 |
| 2010 | -2,2 | -4,8 | -0,2 | -7,8 | -4,8 | -7,1 |
| 2011 | 1,0 | -2,7 | 0,9 | -6,5 | -2,3 | -0,6 |
| 2000-07 | 0,2 | -0,2 | 2,1 | 2,4 | -0,5 | -1,7 |
| Más neg. | 2 | 0 | 0 | 0 | 2 | 4 |

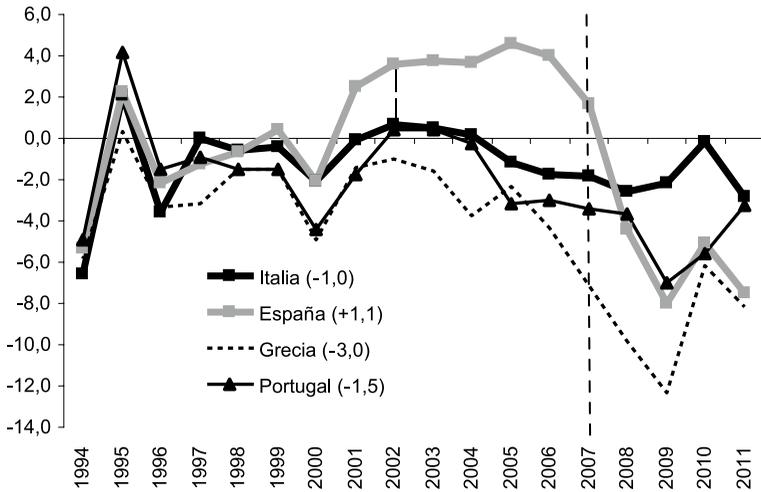
Notas: el resultado primario es el resultado general menos los pagos de intereses. Para el período 2000-2007 el valor más negativo para cada año se resalta con gris. Las últimas dos líneas en cada parte de la tabla representan el valor promedio para el período 2000-2007 y la cantidad de años en que el país mostró el resultado más negativo. Fuente: oecd.org.

No quedan claras las razones económicas por las cuales la Comisión Europea eligió el déficit general como indicador obligatorio de la sustentabilidad y solidez fiscal. Como se reconoce en la literatura sobre finanzas públicas, y también en documentos del FMI, el resultado primario constituye el indicador adecuado. Esto es así por la obvia razón de que los gobiernos deben cumplir con sus obligaciones de servicio de deuda, y esto implica que ningún plan de reducción del déficit puede incluir una reducción de este rubro salvo que el *default* sea parte de la estrategia.¹¹

El resultado primario, que se muestra en la parte b de la Tabla 3, evidencia una imagen bastante diferente que la que presenta el resultado general. Durante los años de la década del 2000 previos a la crisis, el mayor superávit primario fue generado por España (promedio de +2,4% del PIB), seguida por Italia (+2,1% del PIB), y por Alemania en un distante tercer puesto con un resultado promedio apenas positivo de 0,2% del PIB. Durante el período 2000-2007, el superávit primario promedio de Alemania estuvo más cerca del de Grecia que del de España o Italia. El desempeño fiscal relativamente mediocre de los gobiernos alemanes en la década del 2000 hasta la crisis queda demostrado en los Gráficos 6 y 7, donde el resultado alemán se resta del resultado fiscal de Italia, España, Grecia y Portugal, con gobiernos supuestamente despilfarradores. Respecto del resultado fiscal general, España promedió más de un punto porcentual por encima de Alemania, y sólo Grecia se ubicó bastante por debajo. Con respecto al indicador más relevante, el resultado primario, los gobiernos alemanes no pueden considerarse un ejemplo de rigor fiscal, ubicándose detrás de Italia, España y Grecia, en ese orden.

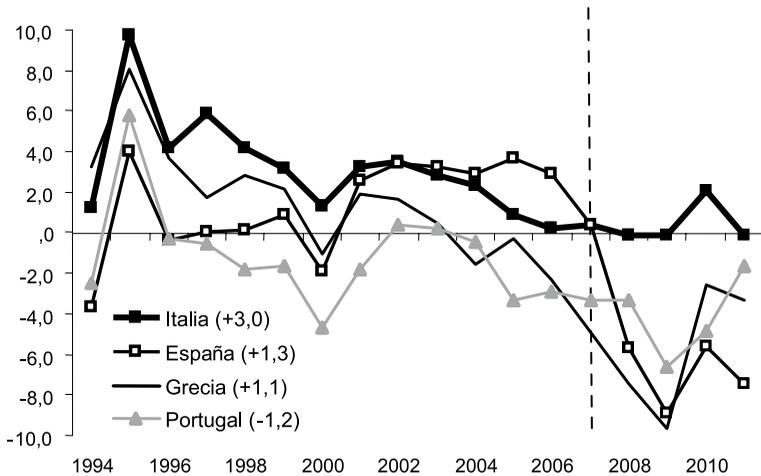
¹¹ Ver, por ejemplo, el artículo del FMI de septiembre de 2010, "Moving Public Debt onto a Sustainable Path", <http://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2010/pol090110a.htm>.

Gráfico 6 / Resultados fiscales generales, diferencia con el resultado de Alemania, 1994-2011



Nota: los números en la leyenda corresponden al promedio para el período 2000-2007.
Fuente: www.oecd.org.

Gráfico 7 / Resultados fiscales primarios, diferencia con el resultado de Alemania, 1994-2011



Nota: los números en la leyenda corresponden al promedio para el período 2000-2007.
Fuente: www.oecd.org.

Al momento de la crisis de 2008, podría decirse que no había ningún fundamento económico para considerar que las finanzas públicas de Alemania eran más sólidas que las de otros países. Respecto de Italia o de España, ni el observador más pesimista se hubiera preocupado por los resultados fiscales. Sin embargo, para 2009, la situación parecía haber cambiado de manera drástica. Si bien Alemania cayó sólo ligeramente por debajo del criterio de Maastricht, al ubicarse en -3,2% del PIB, España, Grecia y Portugal sucumbieron a déficits de dos dígitos, Francia se ubicó por debajo del -7% del PIB, e Italia por debajo del -5% del PIB. Muchos interpretaron que estos déficits indicaban una grave falta de disciplina fiscal en el sur de la Eurozona, sin que importara el desempeño previo a la crisis.

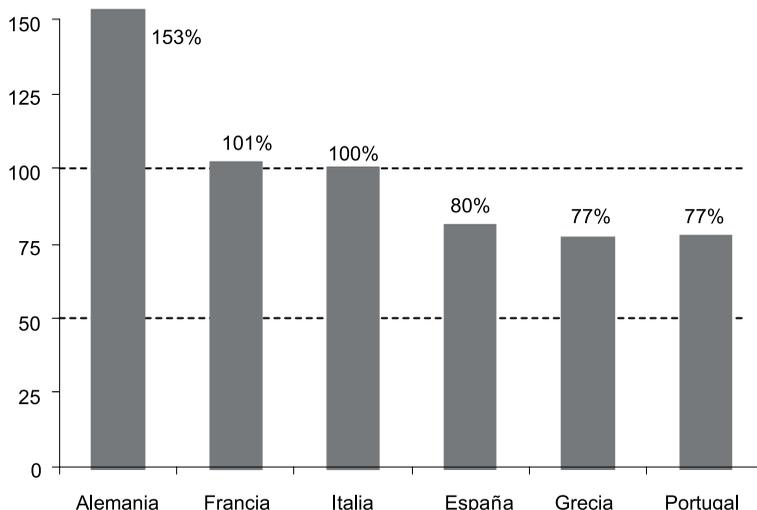
Existen pocos fundamentos para una interpretación subjetiva y moralista. El análisis económico ofrece una explicación alternativa obvia, que se abordó en la sección anterior, a través de la relación entre crecimiento y déficit. Los parámetros informados en la Tabla 1 se pueden utilizar para calcular los efectos del crecimiento sobre los déficits de los países, que se resumen en la Tabla 4 y están representados en el Gráfico 8. La aritmética es directa. Los parámetros de la Tabla 1 y el cambio real en el producto bruto interno para el período 2007-2009 permiten calcular el cambio estimado del resultado fiscal, que luego se suma al resultado real de 2007 para obtener un resultado fiscal estimado para 2009. Este resultado puede interpretarse como una estimación del impacto del crecimiento o de la demanda agregada sobre el resultado fiscal. Conforme a esta estimación, el 100% del aumento en los déficits de Francia e Italia se explicó por la caída del crecimiento, y alrededor del 80% para el caso de España, Grecia y Portugal. La diferencia con el 100% en el caso de estos últimos países puede explicarse en su mayor parte como una consecuencia del costo presupuestario de las recapitalizaciones bancarias. La única anomalía en los cálculos es Alemania, cuyos parámetros de la Tabla 1 sugieren que el aumento del déficit debería haber sido un 50% mayor que el que realmente se produjo.

Tabla 4 / Resultados fiscales generales reales y estimados para 2009, seis países de la Eurozona

| País | $\Delta(\text{PIB})$ 2007-09 | Resultados fiscales | | | |
|----------|---------------------------------|---------------------|-----------|------------------|-------------------------|
| | | Real 2007 | Real 2009 | Estimado 2009 | Estimado / Real 2009 |
| Alemania | -8,4 | 0,2 | -3,2 | -4,9 | 1,53 |
| Francia | -5,4 | -2,7 | -7,6 | -7,7 | 1,01 |
| Italia | -7,2 | -1,6 | -5,4 | -5,4 | 1,00 |
| España | -7,2 | 1,9 | -11,2 | -9,0 | 0,80 |
| Grecia | -6,2 | -6,8 | -15,6 | -11,9 | 0,77 |
| Portugal | -5,3 | -3,2 | -10,2 | -7,8 | 0,77 |

Notas: se aplican los parámetros de la Tabla 1 para calcular el cambio en el resultado fiscal de cada país correspondiente al cambio en el PIB (y) entre 2007 y 2009. El cambio estimado en el resultado fiscal se suma al resultado fiscal registrado en 2007 para obtener el resultado estimado correspondiente a 2009.

Gráfico 8 / Cambios estimados con la regresión simple sobre los resultados fiscales generales como porcentaje de los cambios reales en el resultado fiscal entre 2007 y 2009



Si bien es necesaria una estimación más rigurosa del vínculo entre crecimiento y déficit, los resultados del simple test de hipótesis realizado sobre dicho vínculo indican que los déficits de los países de la Eurozona son, en su enorme mayoría,

mayoría, resultado de un producto en contracción. Si esto es correcto, “reformas estructurales” sobre las políticas de impuestos y gastos podrían ser deseables, pero no serían necesarias para lograr resultados fiscales sustentables, con excepción de Grecia. En el caso de Italia, España y Portugal, la recuperación económica sin cambios sustanciales en los parámetros fiscales tendría como consecuencia probable el retorno de los resultados fiscales generales a los niveles previos a la crisis en 2007. En ese año, dos de los tres países cumplieron con facilidad el arbitrario criterio de Maastricht del 3% del PIB, y el tercero, Portugal, estuvo sumamente cerca. Esta conclusión se fortalece con la alta probabilidad de que no serían necesarios más desembolsos presupuestarios para la recapitalización bancaria a medida que se recuperan las economías.

III.3. Medición de la deuda y política económica

La preocupación casi obsesiva por los déficits fiscales en los países de la Eurozona se correspondió con el tema del nivel absoluto y relativo de las deudas públicas en la región. Muchas veces, la discusión sobre la deuda pareció sugerir que los pasivos del sector público en sí mismos constituían un peligro. Este fundamentalismo de la deuda tendió a oscurecer las funciones obvias de la deuda en una economía de mercado, tales como su papel como activos bancarios y en operaciones de política monetaria.

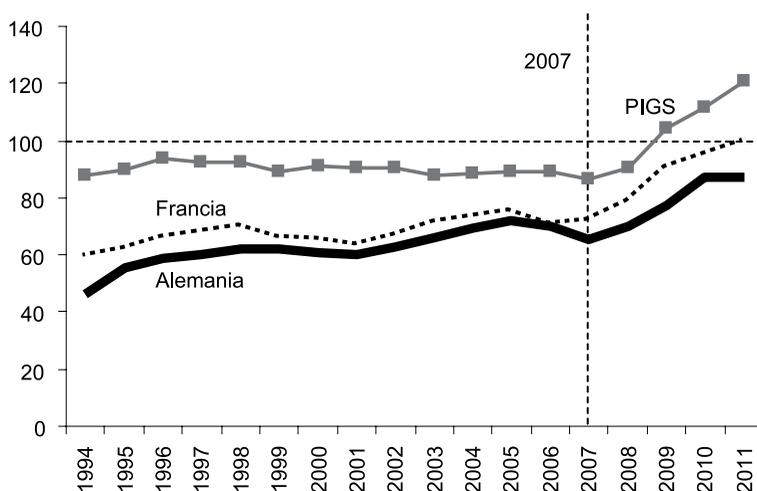
A nivel técnico, la política de reducción de la deuda de la Comisión Europea se basó en un indicador totalmente inadecuado de pasivos públicos. Contrariamente a la práctica aceptada y a la lógica económica, el criterio de Maastricht de que las deudas públicas no deberían superar el 60% del PIB se refiere a los pasivos brutos y no a los netos. El pasivo público neto o deuda pública neta incluye (resta) activos del sector público tales como las tenencias de divisas extranjeras en el banco central.¹² La importancia de utilizar la deuda neta queda demostrada por el ejemplo extremo de un país como Noruega, que no pertenece a la UE, y que en 2006 tenía pasivos públicos brutos del 59,4% del PIB, apenas dentro del límite de Maastricht. Sin embargo, el sector público tenía activos financieros en el fondo nacional del petróleo que superaban considerablemente sus pasivos, lo que resultaba en una deuda neta de -135% del PIB.

¹² La diferencia entre neto y bruto se explica en el sitio Web del Tesoro del Reino Unido, con este comentario: “Dos indicadores de deuda se utilizan en el contexto de política. El indicador principal utilizado internamente como parte del marco de la política fiscal del Gobierno es la Deuda Neta del Sector Público (PSND, por su nombre en inglés). El Procedimiento de Déficit Excesivo de la Unión Europea [criterio de Maastricht] se focaliza en la Deuda Bruta de la Administración Pública.” [http://www.hm-treasury.gov.uk/d/55\(1\).pdf](http://www.hm-treasury.gov.uk/d/55(1).pdf).

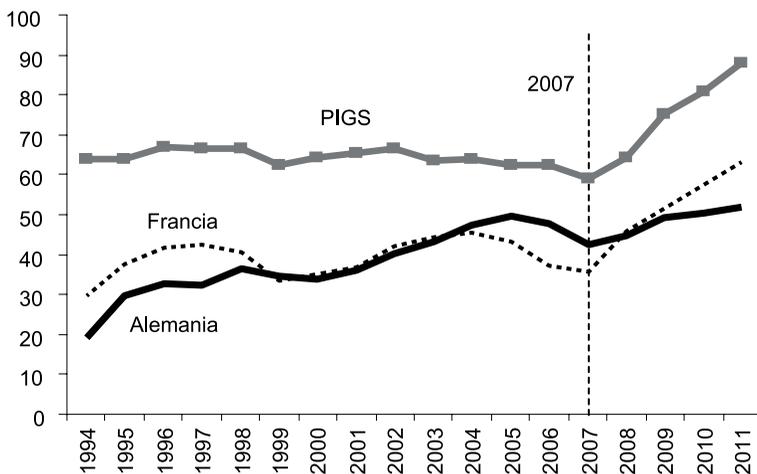
La diferencia sustancial entre deuda pública bruta y neta se muestra en los Gráficos 9 y 10. Las deudas brutas de Francia y Alemania en 2007, en vísperas de la crisis, se encontraban en el rango del 60 al 70% del PIB; luego en 2010 subieron por encima del 90% para Francia y cerca de ese nivel en el caso de Alemania. Por el contrario, la deuda neta para ambos países se ubicó por debajo del 60% del PIB en 2010. En el caso de Italia, España, Grecia y Portugal, el patrón es similar: deuda neta muy por debajo de la deuda bruta (ver el Gráfico 10). La característica más sorprendente de los dos países con los ratios de deuda a PIB más altos, Italia y Grecia, es su estabilidad. En 2007, el ratio de deuda pública bruta a PIB de Italia fue menor que en cualquiera de los años anteriores desde 1994, y en 2008 sólo creció levemente. La tendencia de la deuda neta es aún más sorprendente. A fines de 2011, cuando el gobierno italiano de Mario Monti se encontraba bajo las estrictas condiciones de Bruselas para aplicar una mayor austeridad fiscal, la deuda pública bruta estaba a un punto porcentual de la menor participación en el PIB registrada desde 1994. La deuda bruta medida a precios constantes de 2011 cayó más del 60% con respecto a su valor de mediados de la década de 1990 y, durante el período 2010-2011 se registró un resultado fiscal primario cercano a cero. Estas estadísticas sugieren que la declaración de agosto de 2011 del entonces Primer Ministro Silvio Berlusconi de que las finanzas públicas de Italia no estaban en crisis no fue tan absurda como la describieron los medios (ver, por ejemplo, *The Guardian* del 4 de agosto de 2011).

Gráfico 9 / Deuda pública como porcentaje del PIB, Alemania, Francia y PIGS, 1994-2011

a) Deuda bruta



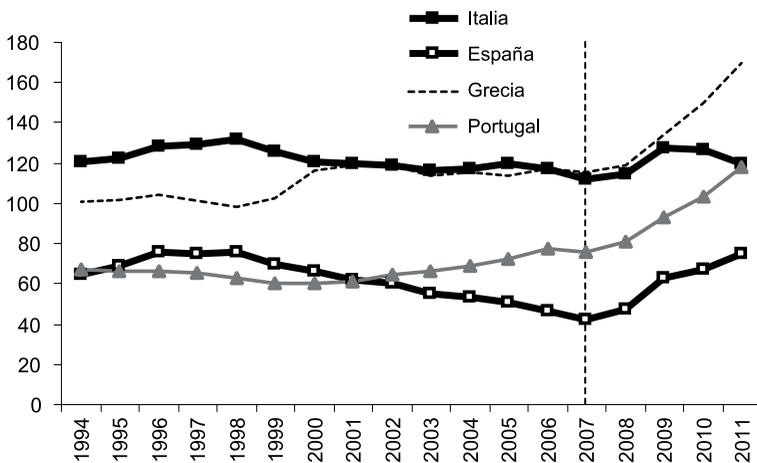
b) Deuda neta



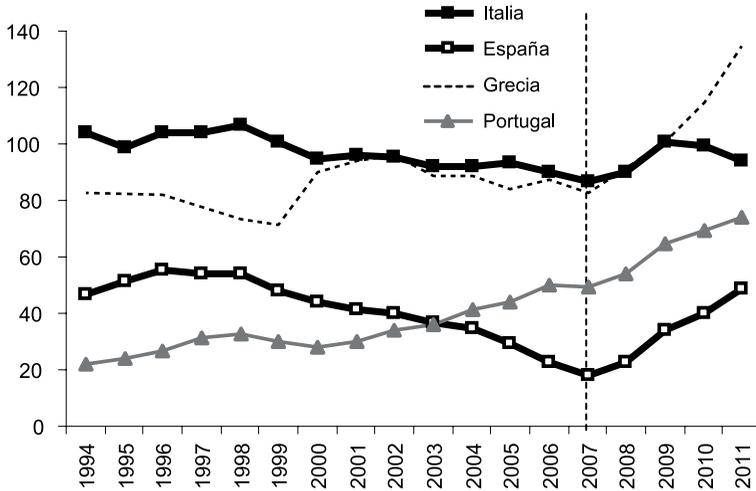
Fuente: www.oecd.org.

Gráfico 10 / Deuda pública como porcentaje del PIB, PIGS, 1994-2011

a) Deuda bruta



b) Deuda neta



Fuente: www.oecd.org.

Se observa para Grecia casi el mismo patrón que para Italia. Durante el período 2000-2008, la deuda pública griega, tanto bruta como neta, se mantuvo casi constante como proporción del PIB; 119% del PIB en 2001 y casi exactamente el mismo ratio en 2008. Sin embargo, la recesión global de 2008 generó en Grecia el déficit fiscal primario en porcentaje del PIB más elevado en la breve historia de la Eurozona: -10,6%. El resultado negativo de España se ubicó en niveles cercanos, pero no resultan comparables, ya que el déficit español fue resultado en gran medida de pasivos destinados a recapitalizar bancos en quiebra.¹³

Consideremos como escenario contrafáctico cómo hubiera sido la política de la Comisión Europea hacia fines de la década del 2000 si el arbitrario criterio de Maastricht se hubiera definido teniendo en cuenta el resultado primario y la deuda pública neta. En el caso del resultado primario, luego de la severa recesión en 2009 y 2010, en 2011 sólo España habría incumplido la regla de menos del 3% del PIB. Si la recapitalización bancaria se hubiera tratado como un pasivo fuera del presupuesto, España habría cumplido. Con respecto a la deuda neta, en 2008 sólo tres países de la Unión Europea habrían estado por encima del 60% del nivel del PIB: Bélgica (74%), Grecia (91%) e Italia (90%). Tanto Bélgica

¹³ El impacto presupuestario se puede verificar mediante el análisis de las estadísticas sobre los costos presupuestarios de la recapitalización bancaria, incluyendo España, que pueden encontrarse en el sitio Web de Eurostat en http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/government_finance_statistics/documents/ES_Supplementary_table_April_2012.xls.

como Italia implementaron medidas para reducir sus ratios de deuda a producto mediante resultados primarios positivos.

Las implicancias de política de utilizar la deuda neta en lugar de la deuda bruta se pueden demostrar de otra manera. La Tabla 5 ofrece un cálculo hipotético del resultado fiscal primario necesario para reducir las deudas públicas de seis países de la Eurozona desde el valor registrado en 2010 hasta el 60% del PIB establecido por Maastricht para el año 2020. Para simplificar la aritmética, se supone una única tasa de interés para toda la deuda, y que ésta equivale a la tasa de crecimiento económico (ver las notas de la Tabla 5). Con estos supuestos arbitrarios pero heurísticamente útiles, los resultados fiscales requeridos para la deuda bruta son improbables para todos los países menos para Alemania y España, y ciertamente imposibles para Grecia e Italia. Por el contrario, para la deuda neta, Alemania, Francia y España empiezan por debajo del criterio, y no necesitan reducir la deuda, y el cálculo para Portugal arroja un resultado primario positivo bastante manejable de menos del 1% del PIB. El resultado primario aparentemente alto necesario para Italia es considerablemente menor que el promedio observado en el período 1995-1999. Sólo el cálculo para Grecia parece sumamente improbable, y esto ayuda a explicar por qué la llamada crisis del euro golpeó primero a ese país. Los cálculos también sugieren cómo podría haberse evitado la crisis del euro para el conjunto de la región, punto que se considera en la sección final.

Tabla 5 / Deuda pública y superávit primario necesarios para lograr los objetivos de Maastricht en 2020, seis países de la Eurozona (en porcentaje del PIB)

| País | Deuda pública 2010 | | p^* para 60% del PIB | |
|----------|--------------------|-------|------------------------|---------------|
| | Bruta | Neta | de deuda bruta | de deuda neta |
| Alemania | 86,8 | 50,5 | 2,7 | -1,0 |
| Francia | 95,8 | 57,4 | 3,6 | -0,3 |
| Italia | 126,5 | 99,3 | 6,6 | 3,9 |
| España | 67,1 | 40,2 | 0,7 | -2,0 |
| Grecia | 149,6 | 114,6 | 9,0 | 5,5 |
| Portugal | 103,2 | 69,4 | 4,3 | 0,9 |

Notas: p^* es el superávit primario requerido en porcentaje del PIB. Los cálculos suponen que la tasa de crecimiento del PIB (y) y la tasa de interés (r) sobre la totalidad de la deuda son las mismas en cada período, y esto deja sólo al superávit primario como variable. La fórmula que corresponde es:

$$p_t = [1 + (r - y)/(1 + y)]d_{t-n} - d_t$$

Si $r = y$,

$$p_t = (d_{t-n} - d_t)/n$$

(ver Escolano 2010, p. 19).

Si bien la utilización del indicador de la deuda neta hubiera facilitado una respuesta más efectiva a la recesión general de la Eurozona al final de la década del 2000, establecer límites a la deuda pública es en sí mismo algo irracional. Las nociones básicas de economía y contabilidad nos dicen que el peso de una deuda se determina no por su tamaño absoluto ni su ratio respecto del ingreso nacional, sino por el costo de los recursos necesarios para afrontar el servicio de esa deuda. El principal determinante de dicho costo es la tasa de interés promedio de la deuda acumulada. Italia constituye un ejemplo claro. Durante la década de 1990, el gobierno italiano tomó préstamos a una tasa de interés promedio anual del 9,6%, y durante el período 2000-2007, a una tasa del 4,6%. En consecuencia, los pagos totales de intereses de la deuda cayeron de un promedio anual de más del 9% del PIB a 5,1% del PIB, mientras que el ratio de deuda a PIB se mantuvo casi sin cambios.

IV. Soluciones y escenarios

Este trabajo argumenta que la crisis del euro, reflejada en la especulación desestabilizadora sobre los bonos del sector público de varios países del sur europeo, tuvo sus orígenes en desequilibrios comerciales entre los miembros de la Eurozona. Con excepción de Grecia, los resultados fiscales del sector público que se caracterizaron como causa fueron en realidad el efecto, la respuesta contracíclica de los ingresos fiscales y de los estabilizadores automáticos, tales como los pagos de los seguros de desempleo.

La causa de la inestabilidad en la Eurozona (déficits y superávits comerciales), indica dónde debe buscarse la solución: tratar directamente sobre los flujos de exportaciones e importaciones en lugar de los resultados fiscales. Cuando tuvo lugar la insolvencia de Grecia en el primer semestre de 2010, la solución de corto plazo hubiera sido modificar la carta orgánica del Banco Central Europeo (BCE) y disponer que el BCE comprara la totalidad de la deuda griega, o fuera el comprador de última instancia de los bonos griegos a una tasa de interés sostenible, por ejemplo del 4% (el promedio para el período 2004-2007). En especial, la segunda medida habría evitado el “contagio” a otros países, sobre todo a Portugal, que, como Grecia, tenía déficits comercial y fiscal importantes.

En ausencia de una crisis de deuda y de las cuentas públicas de la Eurozona, las políticas para corregir los dos déficits de Grecia hubieran sido mucho más sencillas de implementar. Para tener éxito, las políticas correctivas en materia

comercial y fiscal hubiesen requerido una recuperación económica fuerte de la región. Esta recuperación en sí misma tendría que haberse basado en una política fiscal expansiva por parte del gobierno alemán, que habría incrementado la demanda de importaciones de Alemania. Debido a la gravedad de los desequilibrios comerciales en todos los países (ver la Sección II), un aumento regional de la demanda de exportaciones por sí sola no hubiese generado un patrón de importaciones y exportaciones sustentable en la Eurozona.

Para lograr rápidamente la sustentabilidad en la región, se hubiesen necesitado intervenciones complementarias sobre las importaciones y exportaciones, en especial para Grecia y Portugal. Estas intervenciones deberían haber incluido el permiso de la Comisión Europea para controles de importación y subsidios a las exportaciones transitorios. Los gobiernos a los que se les permitiera implementar estas intervenciones comerciales tendrían que introducir medidas para mejorar la competitividad a largo plazo, tales como inversiones en infraestructura, becas para investigación y desarrollo, y programas de capacitación vinculados a bienes transables. Con el tiempo, estas medidas podrían haber cambiado la competitividad relativa de las exportaciones e importaciones para lograr un patrón de comercio relativamente equilibrado.

Con o sin una moneda común, la razón de ser de un mercado común de varios países es la sustentabilidad del patrón comercial entre sus miembros. La ausencia de esa sustentabilidad requiere políticas específicamente destinadas a lograrla. Durante la década del 2000, como resultado de la política de crecimiento del país miembro más grande y de una grave recesión global, la Eurozona perdió la sustentabilidad de su patrón comercial. Cuando el gobierno del país con el superávit más grande exigió políticas correctivas basadas en la austeridad a los gobiernos de los países con déficit, se perdió la característica cooperativa de un mercado común, y con ella, las razones fundamentales para pertenecer al mismo.

Referencias

Arpaia, A. y A. Turrini (2008). “Government Expenditure and Economic Growth in the EU: long-term tendencies and short-term adjustment”, *Economic Papers* 300, Asuntos Económicos y Financieros, Bruselas: Comisión Europea. http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication12024_en.pdf.

Blanchard, O. J., K. A. Froot y J. D. Sachs (1992). *The Transition in Eastern Europe*, Vol. 1, Chicago, University of Chicago Press.

Bofinger, P. (1990). “The German Monetary Unification (Gmu): Converting Marks to D-marks”, *Review of the Federal Reserve Bank of St Louis*, julio, pp. 17-36. http://research.stlouisfed.org/publications/review/90/07/German_Jul_Aug1990.pdf.

Brandner, P., L. Diebalek y H. Schuberth (1998). “Structural Budget Deficits and Sustainability of Fiscal Positions in the European Union”, Documento de Trabajo N° 26, Oesterreichische Nationalbank. http://www.oenb.at/en/img/wp26_tcm16-6092.pdf.

Constant, A. F. y D. Massey (2003). “Labor Market Segmentation and the Earnings of German Guestworkers”, *Population Research and Policy Review*, 24, 6, pp. 5-30.

Debrun, X. y R. Kapoor (2010). “Fiscal Policy and Macroeconomic Stability: Automatic Stabilizers Work, Always and Everywhere”, Documento de Trabajo del FMI N° 10/111. <http://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.cfm?sk=23818.0>.

Escolano, J. (2010). “A Practical Guide to Public Debt Dynamics, Fiscal Sustainability, and Cyclical Adjustment of Budgetary Aggregates”, *Manuales y Notas Técnicas*, Departamento de Asuntos Fiscales, Washington, FMI.

Flassbeck, H. (2010a). “Quo vadis, Germania? Das Ende des deutschen Exportmodells”, Beitrag für Zeit online, zusammen mit Friederike Spieker, (Juni).

Flassbeck, H. (2010b). “The Greek Tragedy and the European Crisis, Made in Germany”, *Monthly Review*, 13 de marzo.

Flassbeck, H. y F. Siecker (2009). “Cracks in Euroland and no Way Out”, *Intereconomics* (ene/feb), pp. 2-3.

Flassbeck, H. y F. Siecker (2011). “The Euro - the Story of a Misunderstanding”, *Intereconomics* (abril), pp. 80-87.

Gross, D. (1995). “Excessive Deficits and Debts”, Documento de Trabajo del CEPS N° 97, Bruselas: Centro para el Estudio de Políticas Europeas - CEPS.

Shaikh, A. (1974). “Laws of Production and Law of Algebra: The Humbug Production Function”, *Review of Economics and Statistics*, 56, 1, pp. 115-20.

United States Government Printing Office (1992). *Statistical Abstract of the United States*, Vol. 111, Washington, Government Printing Office.

Weeks, J. (2012a). *The Irreconcilable Inconsistencies of Neoclassical Macroeconomics: A False Paradigm*, Oxford, Routledge.

Weeks, J. (2012b). “Greece: Chronicle of a Default Foretold”, *Social Europe Journal*, 5 de mayo. <http://www.social-europe.eu/2012/05/greece-chronicle-of-a-default-foretold/>.