

La crisis económico-financiera griega

JOSÉ OSCÁTEGUI*

1. INTRODUCCIÓN

En este documento analizamos la crisis griega en particular, en el contexto de la crisis europea. La tesis central es que esta crisis es resultado del mecanismo que creó y rigió la Unión Monetaria (UM) desde 1999. La heterogeneidad de productividad y capacidades productivas, y macroeconómica entre los países miembros, la libre movilidad de capitales dentro del espacio europeo junto con la convicción del mercado de capitales de que ningún país de la UM podía quebrar, permitió en Grecia el endeudamiento doméstico, público y privado, para consumo e inversión, generando una expansión de ambos. Esto equivalió a una «enfermedad holandesa»: se desarrolló la producción de bienes no transables, los bienes transables fueron mayormente demandados por consumidores domésticos, se encareció el precio de la fuerza de trabajo, se aceleró la inflación de precios y, este mecanismo, desalentó la diversificación productiva y una mayor orientación hacia el exterior de la economía griega.

Aún antes de iniciarse la Unión Monetaria, Grecia e Italia ya tenían una deuda pública en torno al 100% de su PBI, además, el primer país tenía desventajas en términos de productividad y diversificación productiva. Grecia tenía también déficit elevado en Cuenta Corriente, economía poco abierta y pocas actividades productivas para exportación. La integración a la Unión Monetaria agravó estos problemas y le restó la posibilidad de hacer política monetaria y cambiaria. En la UM se desarrolló un mecanismo perverso aunque no intencionado.

Los déficits en Cuenta Corriente de los países deficitarios de la UM sirvieron para que el Euro no se apreciara, pues con ellos la UM en su conjunto tenía su Balanza en Cuenta Corriente equilibrada. Como resultado de esto Grecia, país deficitario, tiene un tipo de cambio apreciado con respecto al que tendría si no estuviera en la UM,

* Es profesor asociado del Departamento de Economía de la PUCP. Correo electrónico: joscate@pucp.edu.pe

mientras Alemania, país excedentario, tiene un tipo de cambio depreciado con respecto al que tendría fuera de la UM. La formación de la UM, al reducir el riesgo cambiario y, aparentemente, el riesgo de quiebra (*default*) de países individuales, significó que Grecia pudo prestarse a tasas inferiores a las que le hubieran correspondido fuera de la UM. En ausencia de un sistema bancario y financiero único y un sistema de regulación financiera para toda la UM, los bancos no tomaron en cuenta la excesiva deuda pública y privada griega. Los préstamos sostuvieron crecientes déficits en Cuenta Corriente y el crecimiento de la inversión y el PBI, generando el desarrollo del sector no transable y una elevación del costo de los factores de producción, especialmente del salario. En este contexto, los déficits en Cuenta Corriente de Grecia, España, Portugal y otros países contrarrestaron, dentro de la UM, los superávits principalmente de Alemania con lo que el Euro mantuvo su valor. Este estaba sobre-apreciado para los países con déficit, particularmente Grecia, y sub-apreciado para los países que tenían excedentes en Cuenta Corriente. La política monetaria única para toda la UM, resultado convenientemente acomodaticia para Alemania (Dany, Gropp, Schwinitz, 2015). Desatada la crisis y dentro de este mecanismo, la deflación interna es el único camino para corregir los desbalances de Grecia.

2. ANTECEDENTES GENERALES

La Unión Monetaria europea se forma en medio de opiniones divergentes sobre sus perspectivas de éxito, dada la heterogeneidad de la economía de los países que la conforman y la ausencia de unión fiscal y financiera. Se unían países con elevada deuda pública (Italia y Grecia) y países con deuda pública comparativamente baja (Alemania, Francia); países con fuerte base industrial, alta productividad y producción diversificada (Alemania, Italia y Francia, en particular) y países con pequeña base industrial, baja productividad y poca diversificación (Grecia, Portugal, Irlanda)¹; países con relativamente elevada inflación (Grecia, Irlanda, España, Portugal) con otros que tenían baja inflación (Alemania, Francia).

Para cada país que conforma la Unión esta significó adoptar una moneda única y común lo que equivalía a fijar definitivamente su tipo de cambio. Cada país dejó de tener un Banco Central con funciones de tal y una moneda propia, y perdió la capacidad de hacer política monetaria y cambiaria independiente cediéndola al Banco Central de la Unión Monetaria, en este caso el Banco Central Europeo. Como consecuencia de la unión se consideró que desaparecía el riesgo cambiario y de quiebra de países

¹ La capacidad productiva de los miembros de la unión era muy desigual. Alemania tenía un PBI casi 13 veces mayor que el de Grecia; su producción manufacturera era 26 veces mayor. La agricultura representaba en Alemania el 0,8% (menos de 1%) del PBI mientras que en Grecia su peso era de más del 4%. El peso de la industria en Alemania era de casi 19% del PBI mientras que en Grecia era de casi 9%.

individuales (*default*) con lo que las tasas de interés a la que se prestaban bajó para Grecia, Portugal, España, etc., a los niveles de Alemania.

Por lo general, un Banco Central necesita el respaldo del Gobierno y Estado al cual pertenece, pues solo así puede cumplir con sus funciones a cabalidad, debido a los riesgos de pérdida que puede enfrentar en el cumplimiento de su función. En el caso de la UM europea, se constituye un Banco Central no con un Gobierno y Estado que lo respalde, sino con 17 Gobiernos y Estados sin que estuviera establecido que alguno o todos ellos deberían respaldarlo, en consecuencia, carecía de respaldo. El proyecto inicial de la Unión solo apuntaba a la integración monetaria y excluía la integración económica general, en particular, la integración fiscal y financiera.

Siendo conscientes de que los países miembros, al ingresar a la Unión, perdían la capacidad de hacer uso de la política monetaria, los arquitectos del proyecto concedieron la posibilidad de que cada Gobierno pudiera incurrir en un déficit fiscal máximo de 3% anual. Se entendía que esto proporcionaba la flexibilidad y capacidad de responder suficientemente ante shocks idiosincráticos que pudiera afectar a los países integrantes. Creyendo encontrar la manera de disuadir endeudamientos mayores se estableció que ningún país podía socorrer a otro comprando su deuda o mecanismos similares.

La UM no está, propiamente, ni financiera ni bancariamente integrada aunque existe libre movilidad del capital, pues en los tratados que le dieron origen no existe ni institución ni mecanismo de regulación financiera a nivel del espacio de la UM. La integración fiscal así como la regulación bancaria y financiera, son tareas pendientes sin las cuales será más difícil la sobrevivencia de la Unión.

Un problema siempre presente en una unión que es solo monetaria, es que la política monetaria será la misma para todos los países integrantes sin posibilidad de hacer ajustes vía política fiscal o cambiaria, existiendo la posibilidad de que para unos sea más conveniente, digamos, una política monetaria expansiva y para otros una contractiva.

3. LA SITUACIÓN ANTES DE LA CRISIS

En 2000, un año luego de la adopción del euro, el PBI de Alemania era de casi 13 veces mayor que el de Grecia, Portugal o Irlanda, casi dos veces el PBI de Italia y 1,5 veces el de Francia. El tamaño del mercado de Alemania o Francia, medido por el tamaño de la población y por el ingreso per cápita, también era significativamente mayor que el cualquiera de los otros países mencionados. El valor de la producción industrial Alemana era más de 20 veces mayor que la de cualquiera de los otros tres países, sin referirnos a su diversidad productiva. El peso de la industria dentro del PBI también era significativamente diferente.

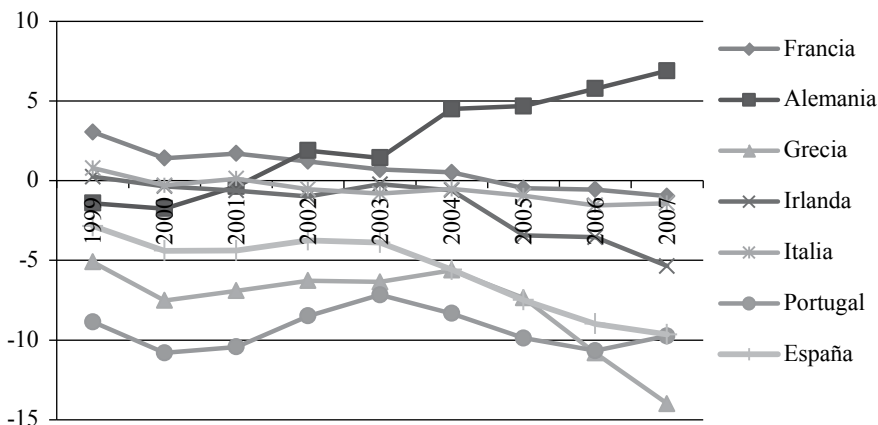
Cuadro 1. Industria/PBI (%)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Alemania	0,22	0,22	0,22	0,22	0,22	0,22	0,23	0,23	0,23	0,24	0,23
Grecia	0,11	0,12	0,12	0,13	0,13	0,12	0,12	0,12	0,12	0,12	0,11

Fuente: OECD

Sin embargo, incluso hasta 2008, en medio de algunos signos preocupantes, todo parecía o ir bien o estar en camino de corregirse (Mongelli, 2008). Entre los signos preocupantes estaba el creciente desequilibrio en Cuenta Corriente que experimentaban España, Grecia, Irlanda y Portugal, particularmente Grecia cuyo déficit en 2007 alcanzó 14% de su PBI. Esta era una indicación de crecientes consumo e inversión y también gasto público más allá de las posibilidades reales del país, pero también era una señal de baja y decreciente productividad que le restaba posibilidades de exportar.

El caso alemán es particular, pues mientras los otros países considerados incurrieron en déficits en Cuenta Corriente en diversos grados, Alemania, desde el inicio de la Unión Monetaria, experimentó una mejoría sustancial.

Gráfico 1. Balanza en Cuenta Corriente (% PBI)

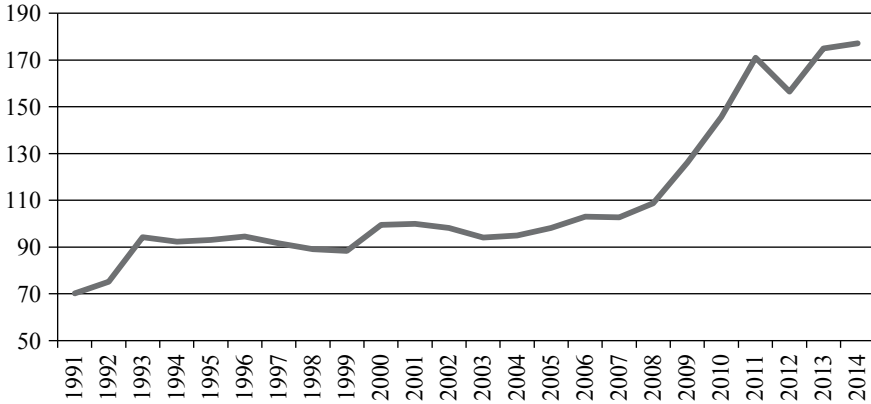
Fuente: IMF WEO Database April 2015

Los déficits en Cuenta Corriente mencionados eran posibles gracias al flujo de crédito que llegaba a todos estos países y, en particular, a Grecia y que provenían en su mayor parte de los grandes bancos europeos cuyas sedes principales se encontraban en los países grandes de la Unión Monetaria (Chen y otros, 2012).

Otro elemento preocupante, por supuesto, también era los altos niveles de deuda pública en Grecia e Italia, particularmente, aunque su reducción sostenida en Irlanda, España y su no incremento sustancial (hasta 2007) en Grecia e Italia eran motivos

de tranquilidad. En Grecia, en particular, desde 1993 hasta 2007 la Deuda Pública siendo grande había variado poco y parecía hallarse bajo control.

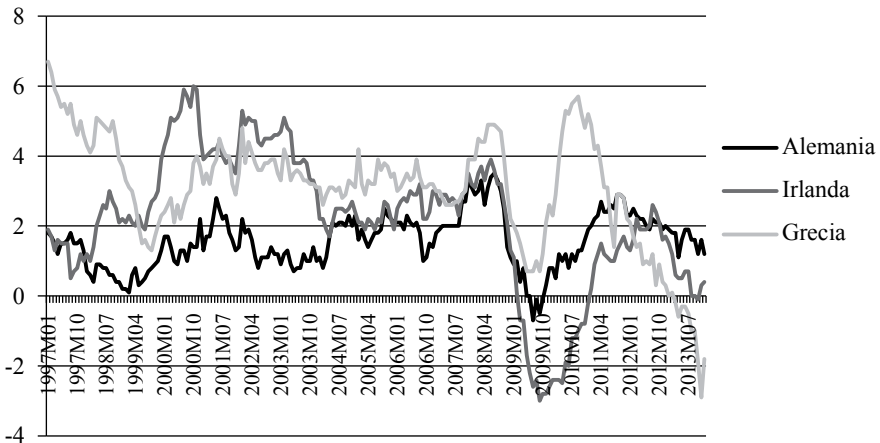
Gráfico 2. Grecia-Deuda bruta del Gobierno General (%PBI)



Fuente: IMF-WEO Database-Abril 2015

Las tasas de inflación interna también eran diferentes. En Grecia, España, Irlanda y Portugal, entre 1999-2007, estas fueron mayores que las de Alemania lo que generaba apreciación del tipo de cambio real en los países con mayor inflación, con la consecuencia de pérdida de competitividad.

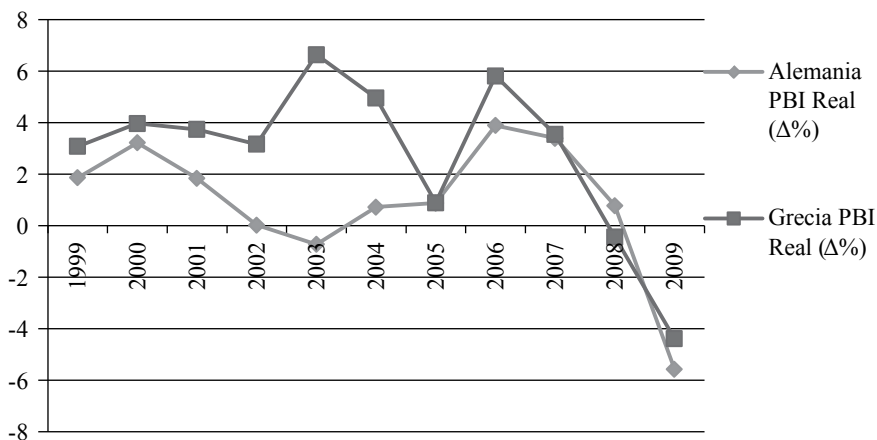
Gráfico 3. Tasa de inflación mensual (anualizada) 1997-2013



Fuente: Eurostat

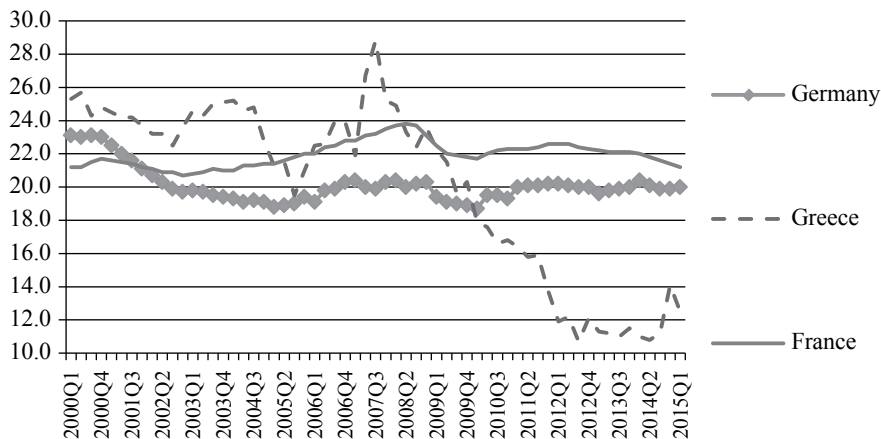
Sin embargo, hasta 2008 Grecia parecía pasar por un momento extraordinario. La tasa de crecimiento que experimentaba desde su ingreso a la UM era superior a las de Alemania y Francia, y su tasa de inversión como porcentaje del PBI también superaba a la de los otros dos países mencionados. Estos datos escondían que el gasto en consumo final era más del 83% del PBI en 1999 y siguió creciendo convirtiéndose en el principal motor de la economía griega, y que la inversión extranjera directa era casi inexistente (McKinsey, 2012b).

Gráfico 4. Tasas de crecimiento de Alemania y Grecia



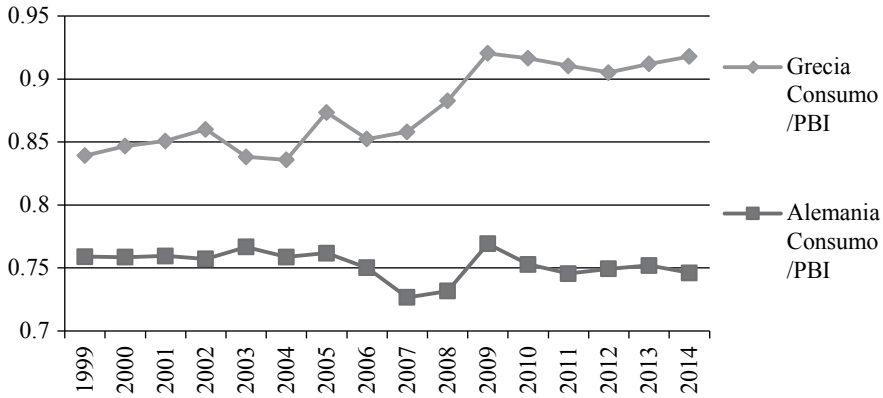
Fuente: FMI WEO Database April 2015

Gráfico 5. Formación bruta de capital fijo (% PBI)



Fuente: Eurostat

Gráfico 6. Grecia, Alemania - Consumo /PBI



Fuente: Eurostat

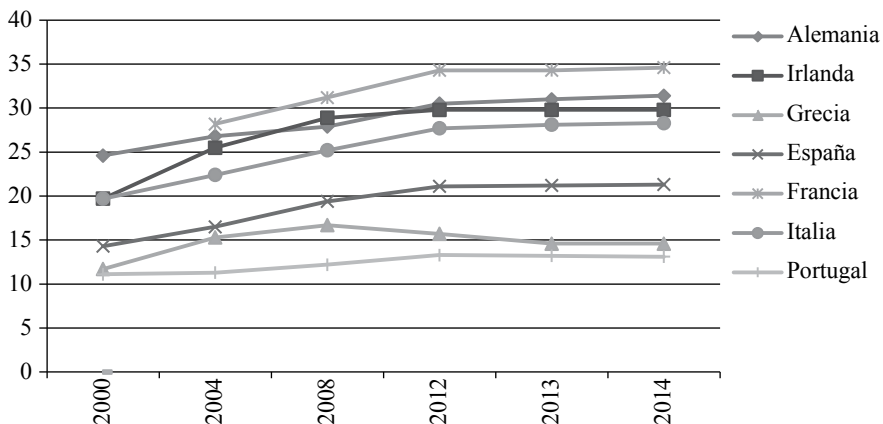
4. IDEAS SOBRE LAS CAUSAS DE LA CRISIS GRIEGA

Existen algunas ideas equivocadas sobre las causas que han llevado a la crisis griega y europea. Y otras también equivocadas sobre cómo se puede resolver. Las ideas equivocadas siempre tienen, como se dice, algunos granos de verdad.

1) ELEVADOS SALARIOS EN GRECIA

Entre las primeras, está la supuesta vida principesca que habrían llevado los trabajadores griegos, cuyos salarios habrían sido más elevados incluso que de los alemanes. Pero, tal como se muestra en el gráfico que sigue, no son los griegos sino los trabajadores franceses y alemanes quienes ganaban (y ganan) más euros por hora trabajada.

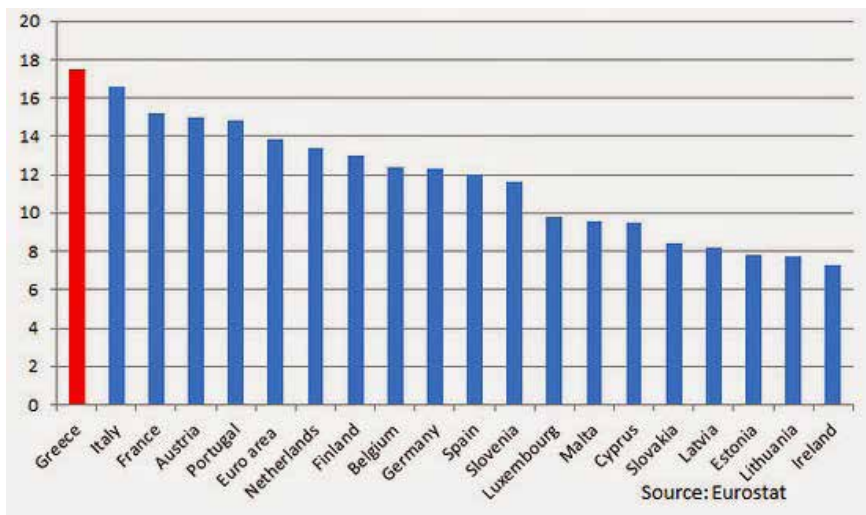
Gráfico 7. Costos laborales totales promedios por hora trabajada (en euros)



Fuente: Eurostat <http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/setupDownloads.do>

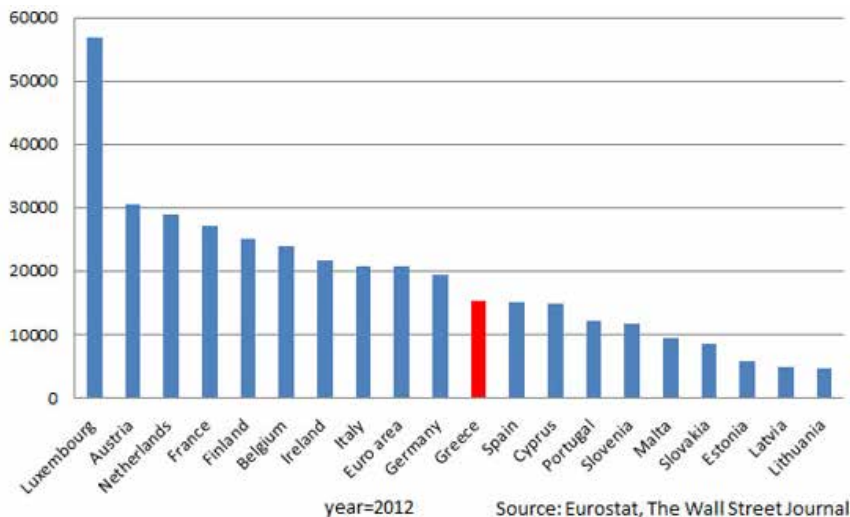
Junto a esta idea se encuentra la que sostiene que las pensiones griegas eran superiores a las alemanas. Esto tampoco es cierto. Cuando se desagrega el gasto griego en pensiones como porcentaje del PBI los griegos gastan alrededor de 17% de su PBI mientras los alemanes alrededor de 13%, pero cuando se toma en cuenta el mayor envejecimiento relativo de su población, el gasto en pensión por persona sobre 65 años está debajo de la media europea y, por supuesto, debajo del gasto en Alemania, como se aprecia en los Gráficos 8 y 9 (Dalton, 2015).

Gráfico 8. Gasto en pensiones, % PBI, 2012



Fuente: Dalton, M. (2015). *Wall Street Journal*

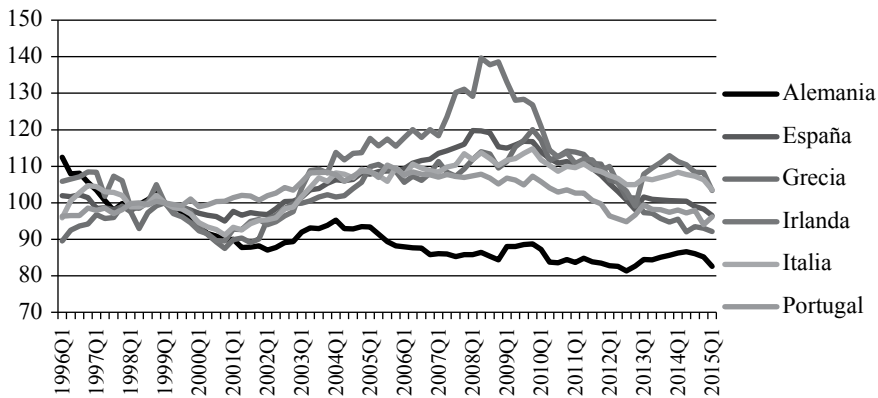
Gráfico 9. Gasto en pensiones per cápita (+ 65)



Fuente: Dalton, M. (2015). *Wall Street Journal*

Sin embargo, tomando en cuenta la productividad y la inflación, los costos laborales unitarios alemanes eran y siguen siendo menores, tal como se aprecia en el Gráfico 10. En consecuencia, la afirmación más exacta es que los trabajadores griegos, relativamente a su productividad, ganaban más que los alemanes y que los salarios griegos eran superiores a lo que les correspondía según su productividad.

Gráfico 10. Índice armonizado de costos laborales unitarios

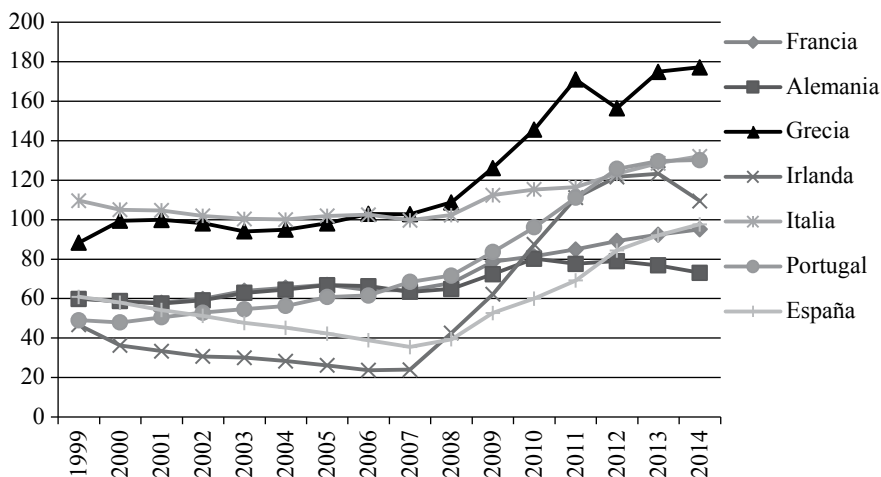


Fuente: Eurostat

II) EL CRECIENTE DÉFICIT FISCAL

Una segunda idea bastante difundida, es que los gastos fiscales excesivos en Grecia han generado su crisis. Sin embargo, conteniendo elementos de verdad, esto no es exactamente cierto. El gran endeudamiento público griego viene desde antes de la formación de la Unión Monetaria, desde los años ochenta del siglo pasado. Tal como el Gráfico 4 lo muestra, en 1993 seis años antes de ingresar a la Unión Monetaria (UM) y trece años antes de la Gran Recesión, la deuda pública griega ya era el 94% de su PBI. Para ingresar a la UM en 1999 esta fue reducida a 88%. Pero en el año 2000, ya llega a 99%. En 2004, teniendo como primer ministro a Konstantinos Karamanlis, la deuda pública regresa a 94% y el 2007, el año del inicio de la Gran Recesión, sube a 102%. Es decir, entre 1993 y 2007 había aumentado en solo 8% del PBI, además que este incremento ocurrió entre 2004-2007. El primer ministro es reelegido en 2007 y permanece en el cargo hasta noviembre 2009, enfrentando la parte más dura de la recesión mundial luego de la caída de Lehman Brothers. Bajo su mandato, en 2009, coincidiendo con la reducción de la tasa de crecimiento económico griego, el déficit total del Gobierno General llega a 15% del PBI, más de 4 veces el nivel permitido por el Tratado de Maastricht; ese año la deuda bruta del Gobierno General griego llega a 126% de su PBI tal como se aprecia en el Gráfico 11, pero ocurre luego del desencadenamiento de la crisis.

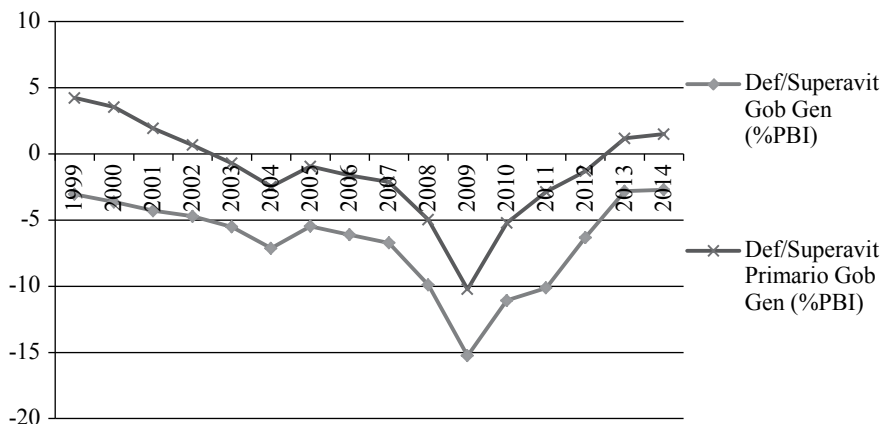
Gráfico 11. Deuda bruta del Gobierno General (%PBI)



Fuente: FMI WEO Database April 2015

El déficit fiscal primario del Gobierno General (así como el déficit total) se incrementa drásticamente luego del inicio de la Gran Recesión, en 2007 y hasta 2009. Pero, mucho de este incremento se debió a que, a raíz de la crisis, «colapsaron los ingresos tributarios y aumentaron los gastos sociales, al funcionar los estabilizadores automáticos»².

Gráfico 12. Grecia - Cuentas Fiscales 1999-2014



Fuente: FMI WEO Database-Abril 2015

² The determinants of Euro Area Sovereign Bond Yield Spreads During the Crisis. *ECB Monthly Bulletin*, May 2014.

El aumento drástico de la deuda pública ocurrió solo después del desencadenamiento de la crisis por lo que difícilmente pudo causarla. El nivel de la deuda griega, arrastrada desde los años 80, generó una vulnerabilidad de la economía, pero no fue la causa de la crisis. Tal como se aprecia en el Gráfico 11, en todos los países considerados incluyendo a Grecia, los años 2007-2008 son cruciales en términos de incremento de la deuda pública aunque, por motivos diferentes, esta creció más rápidamente en Grecia e Irlanda.

Visto desde lejos, entre 1999 hasta 2007 había elementos en el funcionamiento de la economía griega dentro de la Unión Monetaria, que inducían a pensar que su crecimiento económico sostenido estaba garantizado y sus altos niveles de deuda no significaban riesgo alguno. Como ya vimos previamente, sus tasas anuales de crecimiento económico eran superiores a 3% y mayores incluso que las de Alemania y Francia, y la inversión como porcentaje del PBI era mayor que en Alemania y Francia. Los bancos acreedores asumían que el crecimiento griego continuaría.

5. ¿QUÉ FUE LO QUE OCURRIÓ?

Consideramos que la crisis griega, que desemboca en deuda soberana, es un resultado de un diseño inadecuado de la Unión. Los rasgos que consideramos relevantes son: i) la integración fue solo monetaria; ii) la heterogeneidad de las economías de los países miembros era muy grande (tanto estructural en términos de capacidades y productividad, como macroeconómica y la muy baja de movilidad de factores, en particular, del trabajo); iii) no existía integración y regulación bancaria y financiera para toda la UM; iv) no había integración fiscal ni de mecanismos fiscales de compensación entre países.

Como países individuales los miembros de la unión habían perdido la capacidad de hacer política monetaria y cambiaria, pues esta solo podía ser hecha a nivel de toda la unión. Sin embargo, es conocido que, si los miembros conforman un área monetaria no óptima, una única política monetaria así como un tipo de cambio único pueden ser perjudiciales para algunos miembros.

Por otro lado, como Unión Monetaria, este conjunto de países no tenía capacidad de hacer política fiscal y no había creado mecanismos para un sistema bancario y financiero único.

Analizamos cada una de los rasgos mencionados.

i) En 1999 los países de la Unión Monetaria Europea, con gran heterogeneidad productiva y macroeconómica entre ellos, adoptan el Euro como moneda única, pero excluyen toda forma de unión fiscal, bancaria y financiera.

En una economía abierta sin intervención del Banco Central en el mercado cambiario, desbalances en Cuenta Corriente deben producir reajustes en el tipo de cambio que tienden a corregir los desequilibrios: déficits sostenidos deben producir devaluación de la moneda mientras superávits deben generar apreciación de la misma. La modificación del tipo de cambio genera reajustes en los precios reales internos abaratando

relativamente la producción de los países deficitarios y encareciendo la de los superavitarios. Sin embargo, cuando existe, como en Europa, diversos países algunos con grandes déficits en Cuenta Corriente mientras otros tienen grandes excedentes, y todos comparten una moneda única no existe ajuste automático de la moneda que restablezca el equilibrio encareciendo las importaciones y abaratando las exportaciones.

Una unión monetaria es muy parecida al fenecido régimen del Patrón Oro en el que existía fijación cambiaria establecida entre los países sobre la base del valor acordado de cada moneda con el oro. Para mantener las paridades cambiarias, los países con déficit debían pasar por una deflación interna que debía ser reforzada por la acción de sus bancos centrales a través de políticas monetarias contractivas. Por su lado, los países excedentarios debían tener inflación interna, también reforzada por la acción de sus bancos centrales usando políticas monetarias expansivas. Con estas acciones se restablecía el equilibrio mediante movimiento de capitales desde los países excedentarios hacia los deficitarios. Pero si los países excedentarios no aceptaban este mecanismo y aplicaban políticas «esterilizadoras» (*neutralization*) toda la carga del ajuste recaería sobre los países deficitarios, Triffin (1964). Sin embargo, antes como ahora, el movimiento posterior de capitales de los países excedentarios hacia los deficitarios alivió los problemas de la Balanza en Cuenta Corriente que estos últimos enfrentaron. En varios casos durante el siglo XIX, como por ejemplo el de EEUU, el flujo de capitales permitió el desarrollo norteamericano y el fin de su dependencia, pero en el caso griego este alivio fue solo temporal.

Una importante diferencia del Patrón Oro con la UM europea actual, es que bajo el Patrón Oro los países conservaban sus monedas y sus Bancos Centrales, existiendo espacio para eventuales devaluaciones, en particular, en los países de la periferia del sistema. La estabilidad de las monedas existió, fundamentalmente, entre los países del núcleo.

La UM Europea actual tiene una sola moneda por lo que los países, incluyendo a su «periferia», no pueden devaluar. Enfrentados individualmente a una crisis de Balanza de Pagos, el único camino para ellos es procesar una deflación interna, acentuada por la falta de deseo y necesidad de una inflación en los países excedentarios. En una situación como esta, que es la que corresponde a la Unión Monetaria Europea, los países con excedentes en Cuenta Corriente, teniendo la misma moneda que los países deficitarios, disfrutarán de una moneda cuyo valor es inferior al que correspondería si no pertenecieran a la Unión. Por su lado, los países deficitarios tendrán una moneda cuyo valor es superior al que correspondería si estuvieran fuera de la Unión. Por lo tanto, mientras exista el financiamiento correspondiente para mantener los desbalances en Cuenta Corriente, los desequilibrios tenderán a acentuarse. Todo esto ha sido posible porque, para el conjunto de 17 países de la UM, la Balanza en Cuenta Corriente estaba equilibrada. Dany, Gropp, Schwinitz (2015) nos dan una explicación similar por el lado de la política monetaria³.

³ «...that the policy of the ECB was actually not much different from the one the Bundesbank would have chosen until 2007. The main reason for this similarity is the large weight of the German economy, combi-

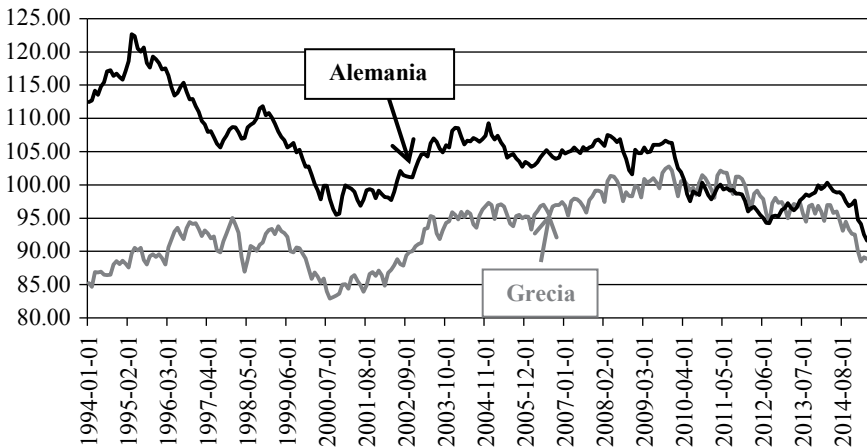
Cuadro 2. Balanza en Cuenta Corriente

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Euro área (17 países)	0,6	0,3	0,8	0,1	-0,1	0,1	-1,5	-0,1	0,1	0,1	1,4	2,4

Fuente: Eurostat

Los datos sobre el Tipo de Cambio Real Efectivo (TCRE) para Alemania y Grecia muestran que, en su relación comercial con el mundo, Grecia tenía un tipo de cambio sobrevaluado mientras que el de Alemania estaba subvaluado, pero ambos tenía la misma moneda (la deflación interna por la que pasa Grecia, al reducir sus costos, ha acercado el TCRE para ambos, pero el Gráfico 13 muestra que la deflación interna griega aún no ha terminado).

Gráfico 13. Tipo de cambio real efectivo (2010=100)



Fuente: FRED

Como se aprecia en el Gráfico 1 esto fue lo que ocurrió: los déficits en Grecia, Irlanda, España tendieron a profundizarse mientras que los excedentes en Alemania crecieron. Esto no significa que los excedentes alemanes correspondieran solo a sus exportaciones hacia los países deficitarios, sino que Alemania en su relación comercial con el mundo gozaba (y sigue haciéndolo) de una moneda subvaluada en los términos previamente especificados y obtenía excedentes en Cuenta Corriente, y algo equivalente aunque con signo contrario ocurría con los países deficitarios de la Unión Monetaria, en particular, Grecia. El ingreso de China al mercado mundial solo agravó la situación de los países deficitarios, Chen y otros (2012).

ned with a comparably low concern of misalignments in the Euro area (Knedlik y von Schweinitz, 2012). When misalignments started to become apparent during the 2008/2009 financial crisis and subsequent sovereign debt crises, the ECB opted for a more accommodative monetary policy than would have been appropriate for Germany alone».

Luego de la formación de la Unión Monetaria, tal como lo muestran Constancio (2014), Chen y otros (2012) la exposición de los bancos del núcleo europeo a los países más afectados por la crisis se multiplicó por más de cinco. El crédito privado fluyó de los países centrales hacia la periferia. Según Constancio, «las reglas europeas sobre el libre movimiento del capital, el objetivo de crear un espacio homogéneo para los diferentes sectores bancarios y la creencia en la eficiencia de mercados financieros y que ellos se auto-equilibran, conspiraron para hacer más difícil cualquier política orientada a contener» este movimiento.

ii) La ausencia de integración fiscal, bancaria y financiera impidió la coordinación de las políticas económicas en general así como la regulación bancaria y financiera.

Al iniciarse la UM las tasas de interés tendieron a tener el mismo valor para todos los países miembros, acercándose a la tasa a la que se prestaba Alemania, es decir, bajaron significativamente para los países más afectados durante la crisis, entre ellos Grecia. Esto generó un incremento inmediato del endeudamiento, en particular privado, en los países que previamente tenían escaso acceso al mercado de capitales como Grecia, Irlanda, Portugal, Italia, España (ECB, 2014)⁴.

Al haber prestado tanta atención a las cuentas fiscales, generalmente se omite observar lo que ocurrió con la deuda privada. En varios de los países más afectados, la deuda pública decreció mientras aumentó notablemente la deuda privada, tal como se aprecia en el Cuadro 1. Asimismo, como también lo muestra McKinsey (2012a) la crisis de deuda en Europa fue, básicamente, una crisis generada por la acumulación de deuda privada.

Cuadro 3. Tasa de deuda del sector público (% PBI)

	Tasa de deuda del sector público (% PBI)			Tasa de deuda del sector privado
	1999	2007	Δ% 1999-2007	Δ% 1999-2007
Euro Área	71,7%	66,4%	-7,4%	26,8%
Grecia	94,9%	107,2%	13%	217,5%
Italia	113%	103,3%	-8,6%	71,2%
España	62,4%	36,3%	-41,8%	75,2%
Portugal	51,4%	68,4%	33%	48,9%
Irlanda	47%	25%	-46,8%	101%

Fuente: Constancio (2014)

Entre 1998 y 2008 el crédito al sector privado en Irlanda aumentó en casi ocho veces, en España y Grecia casi cinco veces y, según Constancio (2014), la política fiscal no tenía

⁴ ECB (2014) The Determinants of Euro Area Sovereign Bond Yield Spreads During the Crisis. Monthly Bulletin, May.

posibilidades de poder contrarrestar los desequilibrios del sector privado: «El superávit fiscal necesario para contrarrestar los desequilibrios privados en el área del Euro hubiera sido totalmente fuera de la realidad e inaplicable».

Debido a las características de la economía griega, en particular su baja productividad y diversificación, el crecimiento económico estuvo conducido por el incremento del consumo interno y por inversión doméstica, pues la inversión extranjera directa fue muy pequeña, Waysand, Ross, De Guzman (2010), McKinsey (2012b). Entre 2000-2008 la demanda doméstica representó el 70% de la demanda total, incluso en un sector transable como el Turismo. Dentro de una estructura económica con predominio de las pequeñas empresas y de la informalidad, los sectores que más crecieron fueron los que producen servicios (transables y no transables) predominando los no transables.

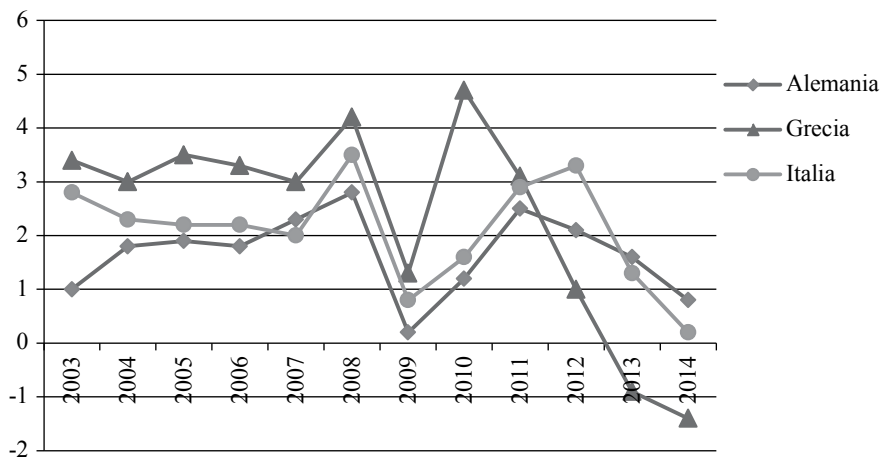
Waysand, Ross, De Guzman (2010) también encuentra que, en Europa, los capitales fluyeron desde las economías más avanzadas hacia las más pobres y que los países más expuestos a la periferia europea fueron Francia y Alemania: «más de la mitad de los activos y pasivos asignables de la Unión Europea (Euro Área) son con países de la Unión Europea (Euro Área)... el capital fluyó desde las economías más avanzadas hacia las más pobres».

Por el lado de la oferta de capitales, la formación de la UM había eliminado el riesgo cambiario, promovía la integración de los mercados de capitales con lo que era posible una reducción del costo del capital, lo que facilitó el flujo de crédito. Por el lado de la demanda, la reducción de la tasa de interés en los países periféricos que antes tenían dificultades para hallar crédito, tuvo un efecto riqueza y redujo las restricciones de liquidez lo que facilitó el endeudamiento.

En el contexto de la UM la integración financiera se dio como libre movilidad de capitales, pero no dentro de un marco institucional específico que incluyera mecanismos de regulación. El capital fluyó asumiendo que no era posible la quiebra de países individuales, y que el crecimiento futuro como resultado de la ampliación del mercado y la eliminación de las fricciones cambiarias tendería a reducir los ratios de Deuda/PBI. La ausencia de mecanismos de regulación bancaria y financiera a nivel de toda la UM permitió que pasara desapercibida la acumulación de deuda privada y que esta se orientara, principalmente, al consumo.

En presencia de su baja productividad, elevados costos, escasa diversificación productiva, el endeudamiento griego generó el crecimiento de los sectores menos productivos y aumentó el costo de los factores de producción, lo que dificultó la diversificación productiva y el aumento de competitividad de su producción en relación con los mercados externos. Grecia sufrió una especie de «enfermedad holandesa» generada por el ingreso de capitales, disminuyendo el desempleo desde 11,4% en 1998 hasta 7,7% en 2008. La inflación interna se elevó por encima de la inflación en casi todos los países europeos. Esto redujo la competitividad de su producción, pues su efecto fue equivalente a una apreciación del euro.

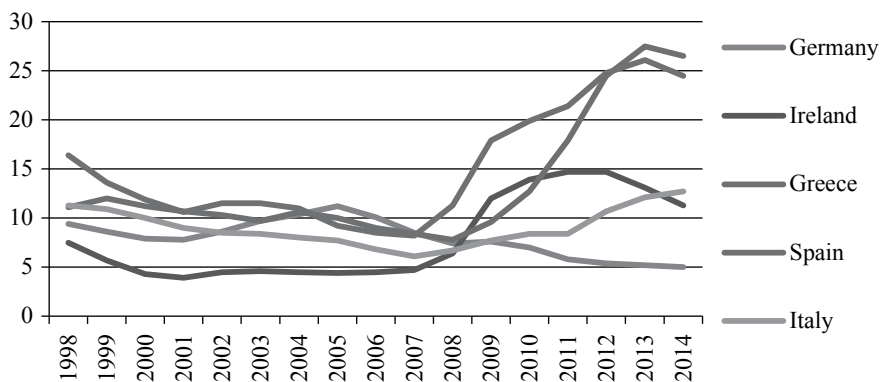
Gráfico 14. Tasa de inflación ($\Delta\%$)



Fuente: Eurostat

A partir de 2007-2008 la tasa de desempleo que, en varios países, se había mantenido a niveles bajos y en otros había disminuido, se elevó drásticamente en especial en Grecia y España.

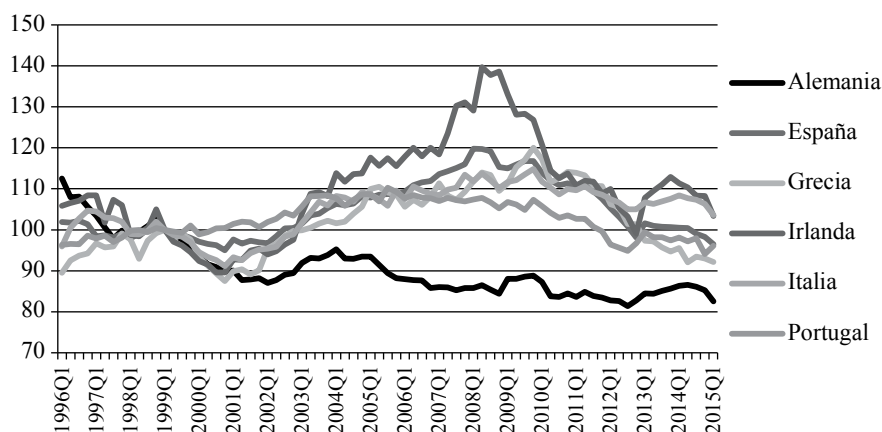
Gráfico 15. Tasa de desempleo



Fuente: Eurostat

Los costos laborales crecieron hasta 2009, pero luego descendieron rápidamente. En realidad, desde 2007-2008 empieza el proceso necesario de deflación. Este tenía que ocurrir tanto dentro como fuera de la UM.

Gráfico 16. Costos laborales unitarios



Eurostat-<https://www.euro-area-statistics.org/competitiveness-indicators?cr=eur&clg=en>

6. LA CRISIS GRIEGA ES UNA CRISIS DE SOLVENCIA, NO DE LIQUIDEZ

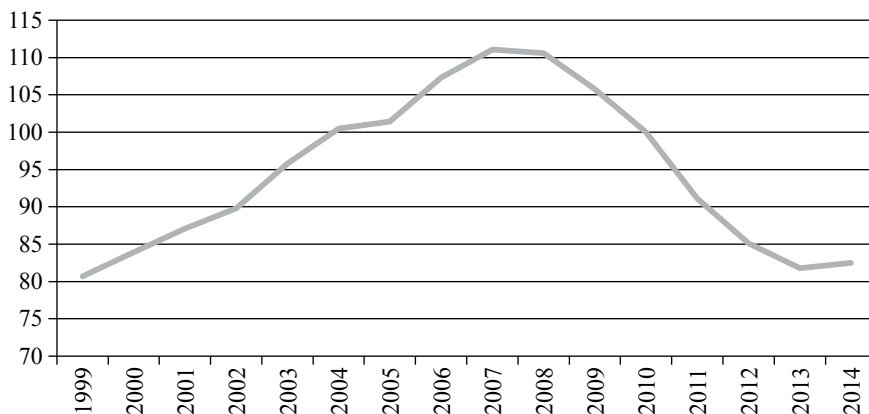
Contrariamente a lo que algunos economistas piensan, la crisis griega no tuvo y no tiene una solución monetaria⁵. En una palabra, la producción griega no es ni competitiva ni suficientemente diversificada, y necesita serlo. Si estuviera fuera de la UM una devaluación de su moneda empezaría el proceso permitiéndole mejorar competitividad abaratando el precio de su moneda, pero eso no evitaría ni el deterioro del nivel de vida de su población ni años de reajuste. Dentro de la UM, tiene que continuar con el proceso de deflación interna que significa abaratamiento de sus costos de producción para integrarse al mercado europeo y mundial. Krugman (2012), aunque considera menos penosa la devaluación entiende que es inevitable la reducción del salario relativo⁶.

⁵ Mendoza (2012) afirmó: «Draghi necesita una clase intensiva de Bernanke, para que le explique cómo la maquina, usada sin restricciones, incluso para comprar bonos soberanos a largo plazo, pudo salvar a EE.UU y al mundo, en el corto plazo. ¿Y en el largo plazo? Ya que importa. Como dijo Keynes? (sic)». Al respecto, Rogoff (2015) en un reciente artículo afirma: «This anti-austerity camp believes that even when private markets totally lost confidence in Europe's periphery, northern Europe could easily have solved the problem by co-signing periphery debt, perhaps under the umbrella of Eurobonds backed ultimately by all (especially German) eurozone taxpayers. The periphery countries should then have been permitted not only to roll over their debt, but also to engage in full-on countercyclical fiscal policy for as long as their national governments deemed necessary... Never mind that the eurozone has no centralized fiscal authority and only an incomplete banking union. Never mind moral-hazard problems or insolvency. And never mind growth-enhancing structural reforms. All of the debtors will be good for the money in the future, even if they have not always been reliable in the past. In any case, faster GDP growth will pay for everything, thanks to high fiscal multipliers. Europe passed up a free lunch».

⁶ «...changes in relative prices and wages are much more easily made via currency depreciation than by renegotiating individual contracts. Iceland achieved a 25 percent fall in wages relative to the European core in

Cuando se analiza la evolución del PBI griego desde el ingreso de Grecia a la UM, se observa un sostenido incremento entre 1999-2007, pero luego ocurre una igualmente rápida caída. El PBI real griego en 2014 es prácticamente el mismo que en 1999.

Gráfico 17. Grecia. Índice del PBI (2010=100)



Fuente: Eurostat

Entre 1999-2007 las tasas de crecimiento de Grecia son elevadas lo que, como mencionamos previamente, generó la idea que el endeudamiento público y privado no serían un problema. Al desatarse la crisis financiera internacional en 2007, desde 2008, luego de la quiebra de Lehman Brothers, sus tasas de crecimiento se tornan fuertemente negativas, lo que hizo que para los prestamistas, fuera urgente cobrar.

Grecia. Tasa de crecimiento económico (%)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Grecia	6.6	5	0.9	5.8	3.5	-0.4	-4.4	-5.4	-8.9	-6.6	-3.9

Fuente: Eurostat

Desde el punto de vista del presupuesto fiscal, los problemas que enfrenta un país serán de liquidez siempre que los gobiernos puedan generar un Superávit Primario Suficiente (SPS) para que su ratio Deuda/PBI, se mantenga constante. Para que esto ocurra, es necesario definir ese superávit primario suficiente que, dividiéndolo entre el PBI, lo representamos por s_t ⁷.

one fell swoop, via a fall in the krona. Spain probably needs a comparable adjustment, but that adjustment, if it can happen at all, will require years of grinding wage deflation in the face of high unemployment».

⁷ La idea básica es que, para que no haya incremento en el nivel de Deuda Pública, el Superávit Primario (ingresos menos gasto), $tY - G$, debe ser igual al pago de intereses, i , de la Deuda, iD . Esto significa,

Entendiendo las variables como fracciones del PBI (sea $h_t = \frac{H_t}{PBI}$), el SPS debe ser igual a la suma de dos cantidades:

- i) el pago de intereses sobre la deuda total (valorada en moneda nacional, b_{t-1}) hasta el período previo, descontando el efecto del crecimiento de la economía, representado por θ , ya que este aumenta los ingresos fiscales y reduce el superávit primario necesario.
- ii) el pago de intereses de la deuda externa (valorada en moneda extranjera, d^*_{t-1}), considerando el diferencial de tasas de interés nacional y extranjera así como la tasa de devaluación, \hat{e}_t , y la tasa de crecimiento de la economía (ver Jiménez, 2008). Esto significa,

$$s_t = \left[\frac{r - \theta}{1 + \theta} \right] b_{t-1} + d^*_{t-1} \left[\frac{(1 + r^*)(1 + \hat{e}_t) - (1 + r)}{1 + \theta} \right]$$

Aplicando esto a la ZE, podemos considerar que $\hat{e}_t = 0$, pues no son posibles variaciones en el tipo de cambio, entonces,

$$s_t = \left[\frac{r - \theta}{1 + \theta} \right] b_{t-1} + d^*_{t-1} \left[\frac{r^* - r}{1 + \theta} \right]$$

Mantenemos d^* y r^* porque, en la ZE, los países endeudados están en una situación similar a la de países extranjeros y, en la actualidad, existe un diferencial de tasa de interés, $r^* - r$. La ecuación nos dice que cuanto mayor es este diferencial, mayor será el superávit primario necesario para mantener la deuda constante (es decir, mayor el ajuste fiscal requerido). También cuanto menor sea la tasa de crecimiento, mayor será el valor del SPS necesario.

Aunque la estimación de s_t se hace para cada país, es claro que, dependiendo de los valores de las variables consideradas, su valor puede ser demasiado grande. Si se llega a esta conclusión significa que el país tiene un problema de insolvencia.

Grecia enfrentó y ahora enfrenta un problema de insolvencia, pues dados su tasa de crecimiento, θ , el diferencial de rendimientos, $(r^* - r)$, y considerandos sobre la situación política en este país, no podía obtenerse el nivel de superávit primario, s_t , necesario para mantener estable el nivel de deuda. Por esto, la solución fue llegar a un acuerdo con los acreedores (con intervención del FMI y otros) para reducir la deuda reconocida, en particular, d^* , hasta alcanzar el punto en que, dados θ , r , r^* , el país puede alcanzar el s necesario para mantenerla constante⁸. Pese a esto, dados los niveles actuales de la deuda

$tY - G = iD$

⁸Supera la participación del FMI en el caso griego significó que el BCE no tenía ni las atribuciones ni la capacidad de resolver este caso, pero también que, por esas razones, Grecia tenía que ser tratada como cualquier

pública griega y la evolución de su economía, el FMI ha llegado a la conclusión de que se necesita un «recorte que resulte en la disminución de la deuda en más de 30%» pero también una extensión de los períodos de gracia y de maduración (IMF, 2015).

Los países con bajas perspectivas de crecimiento pueden ser insolventes, pero si tuvieran, simultáneamente, bajo θ y alto r^* el problema sería mayor (la tasa r^* es la tasa de refinanciamiento o de nuevos préstamos; esta tasa cambia con la percepción de riesgo).

Todos los países europeos, pero entre ellos Grecia que fue uno de los más afectados por la crisis, sufrieron entre 2007-2009 caídas sostenidas de su PBI. Por su lado, como consecuencia de la crisis financiera, los bancos sufrieron pérdidas y desearon reducir su exposición y cobrar los créditos otorgados lo que los hizo darse cuenta de los problemas de pago que tenía Grecia en particular.

Debido a esto se cortaron los créditos, se descompusieron las economías y se generó la crisis de deuda soberana en 2010 en Grecia, Portugal y, en cierta medida, Italia.

7. CONCLUSIÓN

La base del problema en Grecia no ha sido ni el nivel de endeudamiento, ni los elevados ingresos de los trabajadores griegos, sino el mecanismo interno de la UM que, al unir países muy heterogéneos y generar un irrestricto movimiento de capitales de los países más productivos y desarrollados hacia los menos productivos y más pobres, generó el aumento del consumo e inversión domésticas, y produjo un efecto tipo «enfermedad holandesa» que al elevar los costos internos de estos países, hizo que su producción se torne aún menos competitiva. Esto significó déficits en Cuenta Corriente sostenidos e incluso crecientes, que fueron financiados por los bancos de los países más grandes de la UM. Estos déficits contrarrestados por los excedentes en Cuenta Corriente de Alemania en particular, hicieron innecesaria una modificación del tipo de cambio.

Dentro de este mecanismo «perverso» también se halla Italia; sus tasas de crecimiento bajas y negativas junto con su deuda pública elevada y sus relativamente elevados costos laborales, dejan un signo de interrogación sobre su futuro.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Bower, U., V. Michou y C. Ungerer (2014). *The Puzzle of the Missing Greek Exports*. Economic Papers 518, June. Bruselas: European Commission.
- Constancio, V. (2014). The European Crisis and the Role of the Financial System. *Journal of Macroeconomics*, 39, 250-259.
- Chen, R., G.-M. Milesi-Ferretti y T. Tressel (2012). *External Imbalances in the Euro Area*. IMF WP/12/236.

- Dalton, M. (2015) Greece's Pension System Isn't that Generous After All. *The Wall Street Journal*, February 27.
- Dany, G., R. Gropp y G. von Schwinitz (2015). Germany's Benefit from the Greek Crisis. Leibniz-Institut für Wirtschaftsforschung Halle – IWH. Disponible en http://www.iwh-halle.de/d/publik/iwhonline/io_2015-07.pdf
- ECB (2014). The Determinants of Euro Area Sovereign Bond Yield Spreads During the Crisis. *European Central Bank Monthly Bulletin*, May.
- IMF (2015). Greece Preliminary Draft Debt Sustainability Analysis. Country Report /15/165.
- Jiménez, F. (2008). *Reglas y sostenibilidad de la política fiscal. Lecciones de la experiencia peruana*. Lima: Fondo Editorial de la PUCP.
- Krugman, P. (2012). Revenge of the Optimum Currency Area. NBER Macroeconomics Annual 2012, Vol. 27. University of Chicago Press.
- McKinsey Global Institute (2012a). *Debt and Deleveraging: Uneven Progress on the Path to Growth*. Disponible en http://www.mckinsey.com/insights/global_capital_markets/uneven_progress_on_the_path_to_growth
- McKinsey Global Institute (2012b). Greece Ten Years Ahead. Disponible en http://www.mckinsey.com/-/media/mckinsey%20offices/greece/executive_summary_english_new.ashx
- Mendoza, W. (2012). Europa: La magia de la maquina. *El Comercio*, 14 de febrero.
- Mongelli, F. P. (2008). *European Economic and Monetary Integration and the Optimum Currency Area Theory*. Economic Papers 302. Bruselas: European Commission.
- Rogoff, K. (2015). A New Deal for Debt Overhangs? *Project Syndicate*, August 4.
- Triffin, R. (1964). The Myths and Realities of the So-called Gold Standard. En R. N. Cooper (ed.), *International Finance, Selected Readings*. Harmondsworth, Middlesex, England; Baltimore, MD: Penguin Books, 1969.
- Waysand, C., K. Ross y J. C. De Guzman (2010). *European Financial Linkages: A New Look at Imbalances*. IMF WP/10/295.