

Trabajo Final de Graduación

Maestría en Finanzas UTDT

Año Académico 2017

Alumno: Bernardo Kovacich

Latinoamérica de los 90 y la crisis de deuda europea

Abstract:

Los años 90 en Latinoamérica no serían intrascendentes. Las principales economías de la región, adoptarían un modelo económico basado en las ideas del comienzo de década expresadas en su mayoría en el Consenso de Washington. Estas ideas, surgirían como respuesta a la crisis de deuda latinoamericana de los años 80, que, por condiciones de coyuntura (una FED muy agresiva en manos de Volcker, Estados de la región ineficientes y deficitarios, y un mal manejo de la misma por parte de los acreedores), desembocaría hacia finales de década, en dinámicas hiperinflacionarias con importantes crisis sociales.

En la vereda de en frente, Europa continuaría con el proceso de integración iniciado con la creación de la Comunidad Europea del Carbón y del Acero; con desregulaciones cada vez mayores, y la creación de un mercado común de bienes y servicios, hasta llegar a la firma del Tratado de Maastricht en 1992, definiendo los criterios de convergencia necesarios para la implementación de la moneda única.

El objetivo de este trabajo, es en primer lugar, demostrar que el Consenso de Washington, y la creación de la eurozona producirían efectos similares en sendos bloques. Luego, considerando lo acontecido en Latinoamérica, se esbozarán posibles escenarios futuros para la crisis de deuda europea.

La metodología a emplear consistirá en primer lugar, de un abordaje de los aspectos históricos anteriores a la implementación de los modelos, con la finalidad de entender la coyuntura y las motivaciones que llevarían a los cambios. Luego, se hará un análisis teórico de la convertibilidad cambiaria y de la zona monetaria óptima de Mundell, adicionalmente, se contrastarán las premisas del Consenso de Washington contra las políticas implementadas en la Unión Europea. El propósito de esta sección, además de la comparación en si misma, será conocer los resultados esperados para cada sistema.

En siguiente lugar, se hará un análisis del avance de los procesos en cada país de ambas regiones, lo que permitirá definir etapas de evolución bien marcadas al momento de elaborar conclusiones. También se efectuará un análisis transversal de cada una de las principales variables económicas, para comparar los efectos entre los países de una misma región.

Como consecuencia de este trabajo, se podrá decir que tal como se esperaba, los efectos de un esquema de convertibilidad junto con el Consenso de Washington en Latinoamérica, serían similares a los efectos causados por la moneda única, la desregulación, y la liberalización del comercio en la eurozona. También se podrán establecer cuatro etapas bien claras de evolución; una primera etapa inicial de implementación y resultados favorables con contención de la inflación; luego, un período de aumento de consumo y endeudamiento; en tercer lugar, se observará atraso cambiario y pérdida de competitividad hasta poner en problemas a la economía, y finalmente: la crisis. Ésta comparación, junto con otras consideraciones que haremos en su momento, permitirán que, en el paso siguiente, podamos aventurarnos a hacer conjeturas más precisas sobre la futura evolución de la crisis de deuda europea.

Introducción

Latinoamérica en los años 90 y Europa en la etapa del euro optarían por una solución similar para distintas problemáticas en diferentes momentos de su historia. A fines de los años 80, los países latinoamericanos vendrían de una crisis de deuda que desembocaría en una crisis económica con hiperinflaciones, fugas de capitales, y dos reestructuraciones de pasivos. La primera, denominada “Plan Baker” en 1985, y una segunda llamada “Plan Brady” a finales de década. Para encauzar a la economía, los países de la región optarían por un sistema de tipo de cambio rígido pegado al dólar con la consecuente eliminación del uso de la política monetaria para ganar competitividad. Estas ideas se implementarían junto con el consenso de Washington, el cual sería un conjunto de medidas de tipo liberal propuestas por académicos, economistas y gente del mundo de las finanzas en Estados Unidos como una posible solución a los problemas mencionados.

Por el lado de Europa, luego de la segunda guerra mundial, comenzaría un extenso proceso de unificación que abarcaría casi todos los aspectos de gobierno, llegando así a la hoy conocida Unión Europea. Si bien es cierto que uno de los principales objetivos (en especial para los países del sur), sería el de controlar la inflación, la unión monetaria nacería como el paso natural siguiente en la unificación del continente. Dicha transformación llevaría décadas, y además no sería lineal, habría muchas idas y vueltas, intentos fallidos como el “snake”, y varios ataques especulativos sobre las monedas durante los años 90.

Hoy, la eurozona se encuentra con altos niveles de endeudamiento, bajo crecimiento y alto desempleo, siendo solo algunos de los problemas a resolver. Este trabajo, propone intentar comprender la realidad europea buscando puntos en común con la crisis latinoamericana. Hallar problemas y patrones comunes, permite elaborar soluciones sin caer dos veces en los mismos errores. Gracias a que Bernanke fuera un gran estudioso de la crisis de los años 30, la crisis del 2008 tendría una duración mucho más corta.

Metodología

El trabajo estará dividido en cuatro grandes bloques, en primer lugar, se hará un repaso de la historia de los hechos que llevarían a América Latina al colapso de fines de los 80 y a la Unión Europea a las puertas del euro. De esta manera podremos asimilar el impacto de los sucesos y comprender la importancia para los países de los cambios que se implementarían posteriormente. En el mismo sentido, podremos entender la fuerte resistencia por parte de la sociedad a abandonar sendos modelos. Luego, haremos una revisión de la teoría de la convertibilidad cambiaria (currency board) y la zona óptima monetaria (optimal currency area), continuando con una comparación de las propuestas del Consenso de Washington, y la desregulación y liberalización de los mercados europeos, donde podremos comprender los objetivos perseguidos por ambos modelos, y la manera en que serían buscados.

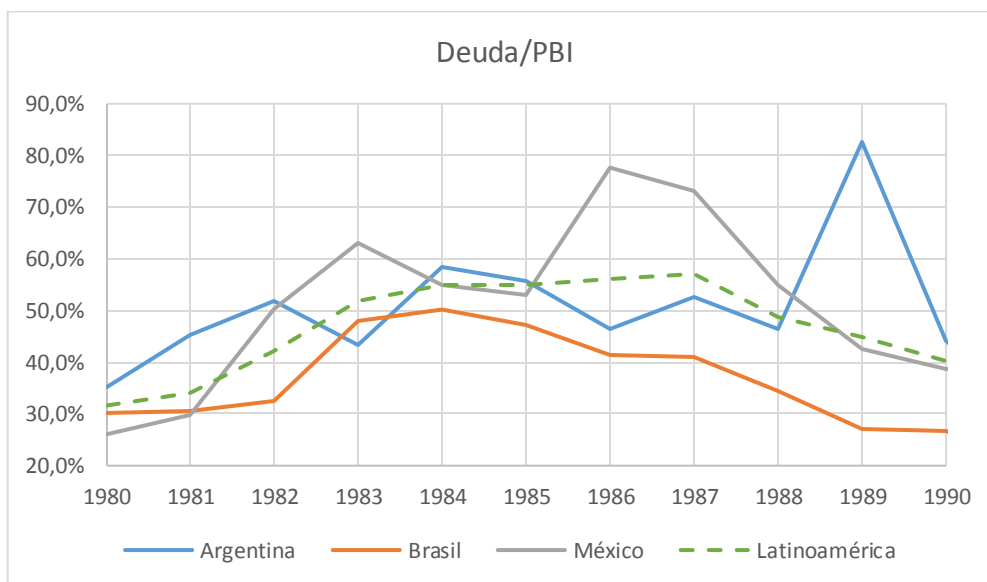
En el paso siguiente, nos meteremos de lleno en la comparación de resultados de las reformas de ambos bloques, iremos viendo la evolución de los principales indicadores

macroeconómicos, y las fortalezas y debilidades de las economías. Profundizaremos en las crisis de México de 1994, de Brasil de 1998 y Argentina de 2001. Así también la crisis de deuda europea de 2011 y los rescates griegos. Este análisis nos permitirá evaluar el siguiente enunciado: “Los efectos de la convertibilidad cambiaria y el Consenso de Washington en Latinoamérica, serían similares a los producidos por la desregulación, la liberación del mercado europeo, y la implementación de una moneda única en Europa.” Finalmente, en base a lo sucedido en Latinoamérica, intentaremos plantear posibles escenarios de desenlace para la situación actual de los países del sur europeo.

La crisis de deuda latinoamericana de los 80. La década perdida.

El problema

Luego de las dictaduras de los años 70, Latinoamérica entraría en una etapa de ordenamiento institucional, en la cual, sus nuevos dirigentes, deberían enfrentar grandes problemas económicos derivados del stock de deuda acumulado, no sólo por cuestiones internas, sino también debido a factores externos como la crisis del petróleo de 1973 y recesiones en países desarrollados. Además, debemos recordar que, en este período, la FED de Volcker habría establecido la “federal funds rate” en la zona del 20% con el fin de detener la inflación que aquejaba a los Estados Unidos, haciendo así, que los intereses de la deuda de los países subdesarrollados, llegaran a niveles imposibles de sostener para estas economías.

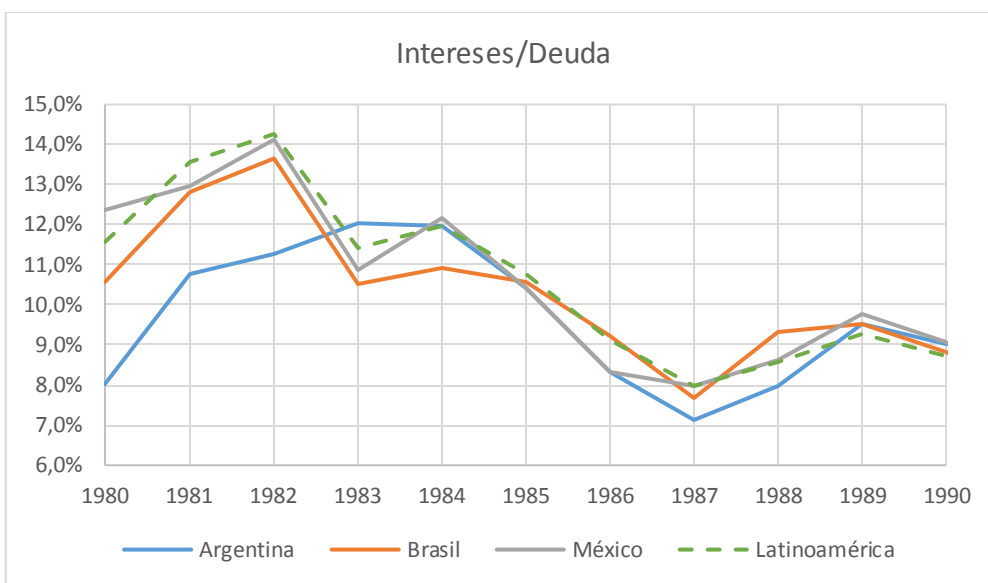


Fuente: elaborado con datos de: World Bank, *World Development Indicators* [en línea]. Nueva York.< <http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?source=world-development-indicators>>, World Data Bank, [consulta: 10 abr 2016].

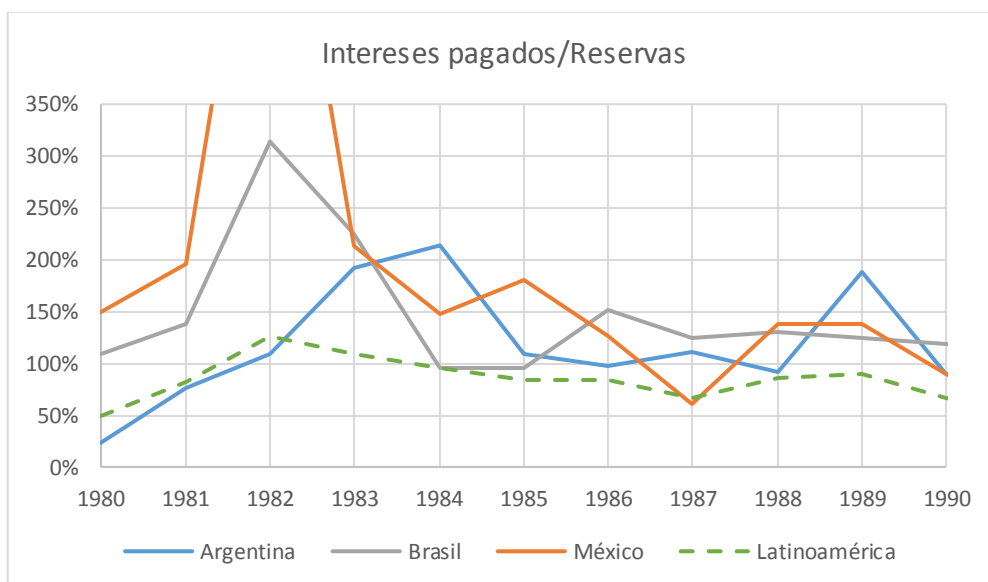
Naciones Unidas, *Anuario estadístico de América Latina y el Caribe*. Nueva York: Naciones Unidas, 1985-2002.

El final de 1982 encontraría a esta región con deuda pública y privada acumulada en torno a los 300 mil millones de dólares, que se repartiría en su mayoría entre cuatro países

(Argentina, Brasil, México y Venezuela). Ésto llevaría a los gobiernos a restringir fuertemente las importaciones con el fin de obtener los dólares necesarios para el servicio de deuda. Ya para mitad de década, 15 de 25 países de la región habrían solicitado ayuda al FMI a cambio de medidas de austeridad. Por otro lado, la banca comercial (principal acreedor de los soberanos), habría aceptado negociar postergaciones en los pagos para evitar hacer provisiones en sus balances que empeoraran sus ratios, que estaban muy comprometidos por su alto nivel de exposición en la región. Sin embargo, éstos dejarían de otorgar nuevos préstamos, cortándose la línea de crédito.

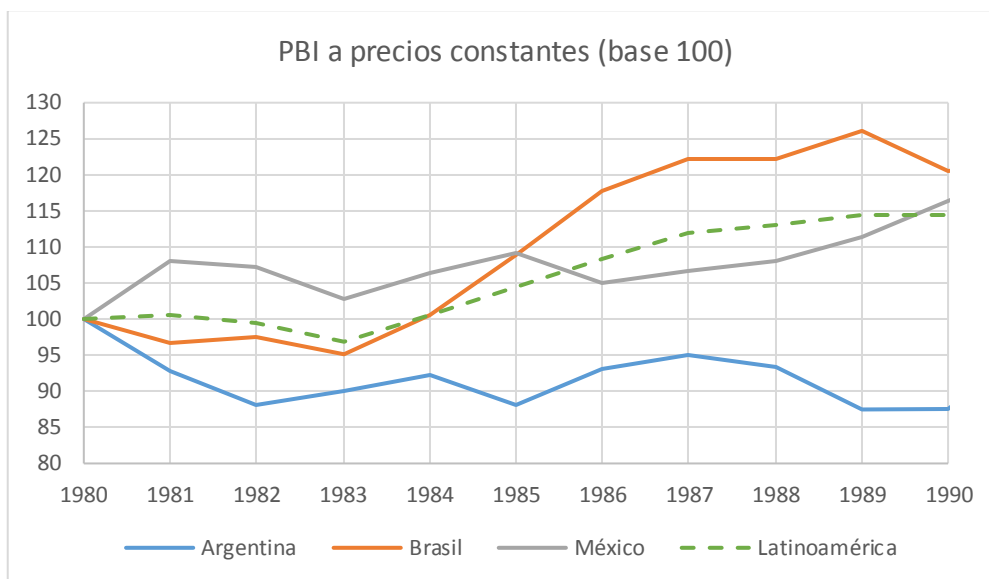


Fuente: elaborado con datos de: Naciones Unidas, *Anuario estadístico de América Latina y el Caribe*. Nueva York: Naciones Unidas, 1985-2002.



Fuente: elaborado con datos de: World Bank, *World Development Indicators* [en línea]. Nueva York. < <http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?source=world-development-indicators>, > World Data Bank, [consulta: 10 abr 2016].
 Naciones Unidas, *Anuario estadístico de América Latina y el Caribe*. Nueva York: Naciones Unidas, 1985-2002.

Para fines de los 80, la deuda se volvería demasiado pesada, no solamente para los deudores, sino que también para los acreedores, reduciéndose el valor de las tenencias de los bancos en el mercado secundario, ya que las esperanzas de lograr el cobro bajo estas circunstancias habrían bajado notablemente. Los acreedores (Estados Unidos, Europa y Japón), serían optimistas durante el desarrollo de la crisis pensando que el problema sería una crisis de liquidez de corto plazo, que en no mucho tiempo, con la baja de las tasas de interés por parte de la FED, llegaría a su fin.



La década del 80 en Latinoamérica recibiría el nombre de “La década perdida”, por el magro crecimiento del PBI a lo largo del período, producto de la pesada carga de intereses de la deuda.

Fuente: elaborado con datos de: Naciones Unidas, *Anuario Estadístico de América Latina y el Caribe*. Nueva York: Naciones Unidas, 1985-2002.

Por ello, el mensaje que éstos transmitirían a los deudores sería que si seguían cumpliendo con los pagos de intereses y respetando las indicaciones del FMI, cuando soplaran vientos mejores, estarían en condiciones de hacer frente a los pagos. Este optimismo llevaría también a que no se optara por una sensata quita de deuda que permitiera estabilizar la situación y volverla viable para estas economías. Pese al optimismo, la situación no habría mejorado para fin de década, estando los países en una situación muy apretada para hacer los pagos y acceder a nuevas líneas.

El Plan Baker

El plan propuesto por el secretario del tesoro de los Estados Unidos James Baker III en diciembre de 1985 (conocido como plan Baker), tendría como uno de sus objetivos, que sean los bancos comerciales quienes proveyeran de crédito a las naciones en problemas, mientras, mantenían un incremento sostenido de su posición en Latinoamérica. El mantenimiento de las líneas de crédito, permitiría reducir la fuga de capitales y así impulsar el crecimiento. Concretamente, el plan consistiría en ajustes en la economía estructural de 15 países (10 de ellos en América Latina), a cambio de 9 mil millones de dólares en préstamos del Banco Mundial y 20 mil millones de dólares en nuevos préstamos de la banca comercial a lo largo de tres años.

Exposición de bancos norteamericanos a deuda latinoamericana

(como porcentaje del capital de los bancos)

	dic-82	dic-86	dic-88
Nueve bancos más grandes	176,5%	110,2%	83,6%
Resto de la banca norteamericana	78,6%	39,7%	21,8%

Capitalización de los bancos (miles de millones de dólares)

Nueve bancos más grandes	\$ 29,0	\$ 46,7	\$ 55,8
Resto de la banca norteamericana	\$ 41,6	\$ 69,4	\$ 79,8

Fuente: Sachs, Jeffrey. Making the Brady Plan Work, *Foreign Affairs*, 68, 3 (1989): 90.

El plan, si bien daría aire a las economías de la región, no resolvería una de las preocupaciones centrales de los deudores, cómo lograr el crecimiento sin el alivio de los 100 mil millones de interés sobre un total de 360 mil millones de dólares de deuda externa. En la práctica la estrategia no funcionaría, los principales bancos comerciales americanos reducirían su exposición en la región de un 176,5% de su capital bancario a fines de 1982, a un 83,6% a fines de 1988.

Reducción de la deuda

En el momento de concebir el plan Baker, Estados Unidos, pensaría que una reducción del nominal de la deuda iría en contra de la generación de confianza por parte de los deudores, y que, con sólo mejorar la estructura de vencimientos alcanzaría para solucionar el problema. Sin embargo, la política del tesoro americano no habría sido la misma con todos los países de la región. En los casos de Bolivia y Costa Rica habría aceptado implementar una quita logrando mejores resultados que en el resto de los países. El presidente de Bolivia Hernán Siles Zuazo, debería enfrentar un escenario muy complicado para estabilizar la etapa post dictadura, en donde llegaría a haber una hiperinflación anual de hasta el 25.000%. Como fracasaría, el gobierno sucesor, presionaría a Estados Unidos y al FMI para lograr una quita que permitiera normalizar la situación a pesar de la fuerte oposición de estos últimos.

Finalmente, los acreedores optarían por aceptar una moratoria de la deuda boliviana a cambio de implementar un paquete fiscal que implicaría elevaciones de impuestos, reducción del empleo público y aumentos de los precios de los servicios. Paradójicamente, la quita sería lo que permitiría al gobierno boliviano “vender” el ajuste internamente con la excusa de que sería parte de una negociación por la cual se habría obtenido algo a cambio, éste hecho sería crucial para facilitar su implementación.

El por qué de la no reducción de la deuda radicaría en que el nivel de exposición de la banca comercial a principios de los 80 era tan alto, que sólo con que fracasara el pago de un tercio del capital, los bancos se habrían vuelto insolventes. Ahora bien, como mencionamos anteriormente, el escenario habría cambiado para fines de los 80, los

bancos habrían disminuido fuertemente su exposición a la región. Adicionalmente, habrían hecho ampliaciones de capital que permitían mejorar sus ratios. De ahí, por la necesidad de poner el foco en la capacidad de repago de Latinoamérica, es que surge el plan Brady.

El Plan Brady

Históricamente, podemos decir que el foco de la crisis pasaría de ser los bancos comerciales (a principios de los 80), los cuales prestarían demasiado a países emergentes, a los países latinoamericanos (hacia fines de los 80), quienes tomarían prestado por encima de su capacidad de pago. Ya para fines de 1985, el optimismo del mercado sobre el cumplimiento de los pagos habría disminuido fuertemente. La deuda sería comercializada en el mercado secundario con fuertes descuentos.¹ El cambio de enfoque en la manera de enfrentar el problema surgiría con el plan propuesto por el secretario del tesoro norteamericano del gobierno de G. Bush, Nicholas Brady.

El Plan Brady tendría cuatro pautas base tomadas del plan Baker. La primera sería la negociación caso por caso, negociando cada deudor por separado con cada acreedor. La segunda, la implementación de reformas económicas estructurales supervisadas por el FMI y el Banco Mundial. En tercer lugar, los acreedores aceptarían una quita del capital a cambio de una garantía de pago sobre el remanente de la deuda. (El gran cambio: el reconocimiento de la necesidad de hacer una quita para reestablecer la viabilidad del crédito y la confianza perdida). Por último, a cambio de nuevos desembolsos, los bancos ganarían la posibilidad de titularizar los bonos y desprenderse de ellos en el mercado secundario.

Deuda de países latinoamericanos

(miles de millones de dólares)

País	Deuda	Valor de mercado	Valor de mercado (%)
Argentina	33,6	6,3	19%
Bolivia	0,9	0,1	11%
Brasil	62,2	21	34%
Chile	11,2	6,6	59%
Costa Rica	1,5	0,2	13%
Ecuador	5,5	0,8	15%
México	63,8	24,1	38%
Venezuela	22,6	8,2	36%
Total	201,3	67,3	33%

Fuente: Sachs, Jeffrey. Making de Brady Plan work. *op cit.*, p. 91.

Si bien el canje sería país por país, con lo cual cada título tendría sus particularidades, se respetaría un esquema básico de opciones dado por las siguientes alternativas:

¹ Sachs, Jeffrey. Making the Brady Plan Work, *Foreign Affairs*, 68, 3 (1989): 88-90.

- Un bono PAR: título a 30 años emitido con el mismo valor nominal que el rescatado, pero con una tasa de interés menor y fija. Instrumento especialmente útil para aquellas entidades que no querían efectuar provisiones.
- Un bono Discount: título a 30 años emitido con un descuento del nominal respecto del rescatado, pero con una tasa de interés de acuerdo a precios de mercado y variable. Indicado para los interesados en un rendimiento mayor que el PAR.
- Pago en efectivo con un factor de descuento acordado.

El principal de los bonos PAR y Discount, estaría respaldado por bonos del Tesoro Americano, y los cupones de deuda de los próximos 12 a 18 meses, por títulos de alta calificación crediticia, que, si el país estaba al día con los pagos, se renovarían automáticamente. Algunos países agregarían como opción bonos de menor duration no colateralizados, como los "Floating Rate Bonds" y bonos por intereses no pagados de préstamos en default, los "Past Due Interest Bonds". Los bancos se inclinarían fuertemente por los bonos PAR y Discount, ya que, con la posibilidad de titularizarlos, podrían sacar provecho de la fuerte suba potencial en la cotización de los mismos en el mercado secundario. Así mismo, la titularización junto con el hecho de estar respaldados por bonos del tesoro americano, asegurarían una gran liquidez de esos instrumentos.

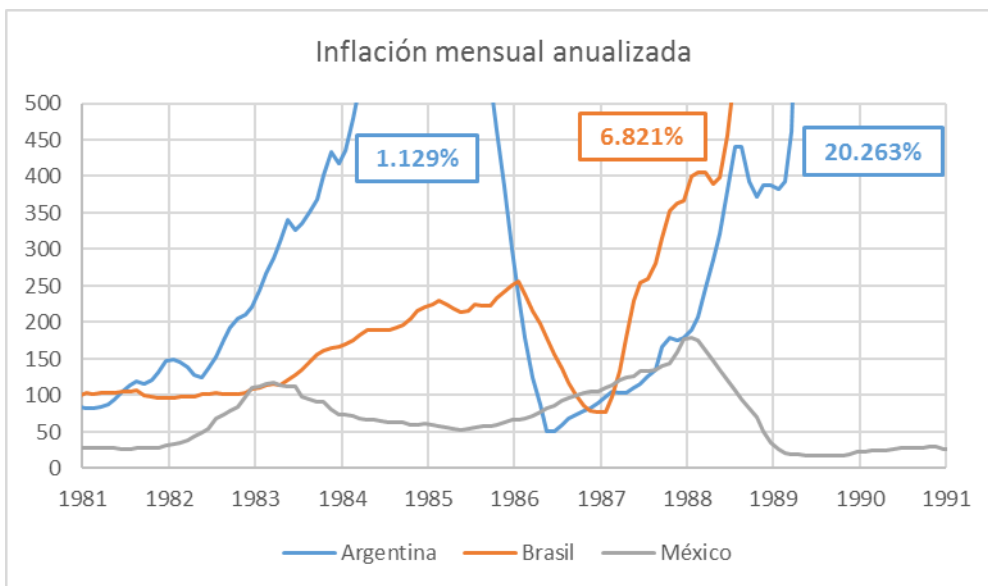
El Plan Brady comenzaría su implementación con México en 1988, cuando aceptara implementar reformas estructurales a cambio de obtener la quita en el capital de la deuda. Los beneficios del canje serían inmediatos, ni bien se cerrara la reestructuración, nuevos capitales comenzarían a entrar al país. Y, si bien los intereses de los bonos Brady serían altos al principio, con la ejecución de las mejoras económicas, habría compresión de tasas, aumento de volumen, e interés por nuevas emisiones. En los casos de Argentina y Brasil sería diferente, el mercado se anticiparía a la reestructuración asumiendo una inminente implementación del plan Brady con la consiguiente entrada de capitales, mejorando así la percepción de pago de los servicios de la deuda. Ambos países se verían beneficiados también con una compresión de tasas, que llegaría a sus máximos cuando mayores fueran los rumores del cierre del canje de la deuda.

El resultado del Plan Brady sería exitoso. Los países de América Latina lograrían reestructurar sus deudas con un consiguiente fuerte flujo de ingreso de capitales y acceso a nuevos créditos durante la década siguiente. Por otro lado, la titularización tendría un efecto muy positivo, incrementando fuertemente el volumen transado de deuda, volviendo al mercado grande y sofisticado con participación de bancos, brokers y otro tipo de inversores, además de la aparición de nuevos instrumentos. Un mercado ideal para aquel inversor que, dentro del mercado de bonos, estuviera dispuesto a correr más riesgos que en un país desarrollado en busca de un mejor retorno. Si bien habría un alto durante la crisis de México en 1994 (efecto Tequila), con una fuerte reducción del volumen transado y alza de tasas de interés pronunciada que duraría hasta entrado 1995, una vez superada esta etapa el mercado volvería a recuperarse.

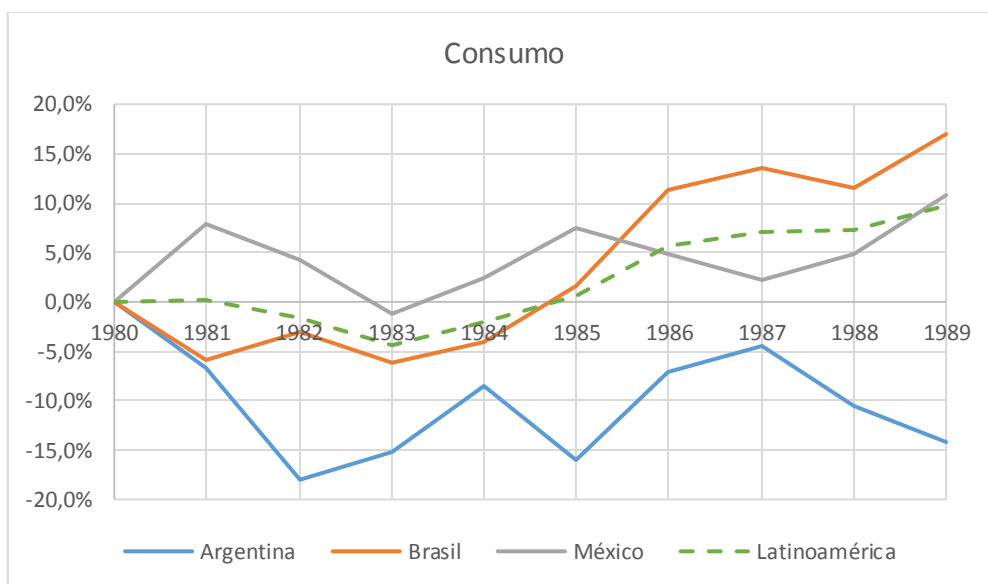
El impacto "en el bolsillo"

Si bien es cierto que los datos mostrados hasta el momento son contundentes, el ciudadano común vería la crisis reflejada de otra manera. Este período se caracterizaría por sus

marcados procesos hiperinflacionarios, donde en las principales economías, llegaría a haber valores de inflación mensual anualizada de más del 20.000% (en el caso de Argentina), y de 6800% (en el de Brasil). El consumo también se vería fuertemente afectado, pero en forma dispar, mientras que países como Argentina, Uruguay y Costa Rica sufrirían una depresión, Colombia, Perú y Paraguay tendrían crecimientos por encima del 20% en forma acumulada; el total de la región se mantendría estable.



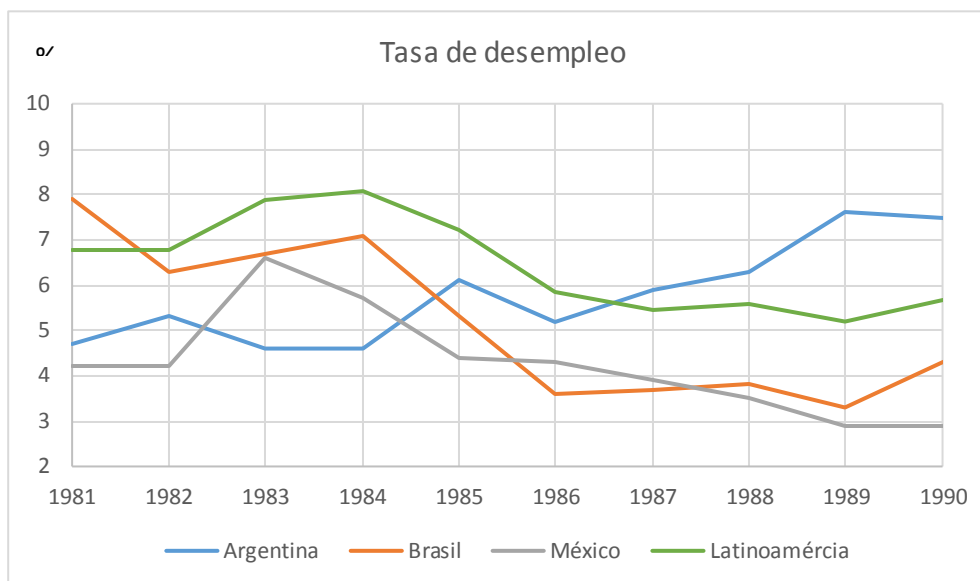
Fuente: elaborado con datos de: Trading Economics. Inflation rate [en línea]. Trading Economics: febrero 2016. < <http://www.tradingeconomics.com/>>. [Consulta: 11 abril 2016].



Variación acumulada del consumo a valores constantes de 1980 en millones de dólares
Fuente: elaborado con datos de: Naciones Unidas, *Anuario estadístico de América Latina y el Caribe*. Nueva York: Naciones Unidas, 1985-2002.

La magnitud que llamativamente no se deterioraría por la crisis sería el desempleo, contrariamente a lo esperado, hacia 1986 habría un descenso en la tasa que habría comenzado la década en torno al 8% y la terminaría cerca del 5,5%. Como consecuencia

de estos impactos en 1989 se desataría una crisis política con manifestaciones en Venezuela con más de 300 muertos (el caracazo), y saqueos a comercios en la Argentina, que terminarían por desestabilizar al gobierno de Raúl Alfonsín.



Fuente: elaborado con datos de: Naciones Unidas, Anuario estadístico de América Latina y el Caribe. Nueva York: Naciones Unidas, 1985-2002.

Para finalizar y dar una imagen cabal de lo sucedido, citamos un comentario que el ex presidente del Banco Central de la República Argentina en el momento de la hiperinflación de 1989, Javier González Fraga, haría más tarde en una entrevista al diario La Prensa (Buenos Aires):

"No teníamos plata para comprar dólares. Mandé a que la Casa de la Moneda trabajara en triple turno, imprimiendo los billetes estampados de un solo lado para hacerlo más rápido. Triplicamos la base monetaria el primer día".²

Europa y la posguerra – el origen de la Unión Europea

Luego de la segunda guerra mundial se firmarían una serie de tratados de paz que permitirían sentar las bases de la reconstrucción europea. La misma comenzaría por el plano industrial, dando un fuerte impulso a la zona entre los ríos Ruhr y Sarre, que había sido una de las principales zonas en disputa durante la guerra. Si bien la zona estaría dominada por Francia, el Gobierno Alemán presionaría para tener algún tipo de control que fuera por encima de la voluntad de los aliados solamente.

Así, en 1950, el ministro de relaciones exteriores de Francia Robert Schuman, presentaría un plan para crear un gobierno supranacional según la voluntad alemana, que a la vez le permitiera a su país tener un control sobre su histórico rival. El plan llevaría a la firma del tratado de París y el nacimiento de la CECA (Comunidad Europea del Carbón y del

² Economía, memorias del fuego, *La prensa*, Buenos Aires, <<http://www.laprensa.com.ar/NotePrint.aspx?Note=358932>>

Acero) integrada por la República de Alemania Federal, los países del Benelux (Bélgica, Holanda, y Luxemburgo), Italia, y Francia, quedando afuera por voluntad propia el Reino Unido. El tratado tendría como objetivo eliminar las barreras para-arancelarias e incentivar la competencia en el sector del carbón y del acero. Así, los principales insumos de una guerra, se manejarían a través de una especie de consorcio.

En esa época, el período posterior a la reconstrucción, la producción y el comercio intereuropeo continuarían creciendo fuertemente, la inversión subiría con un moderado crecimiento de salarios y, la OCDE (Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico) y la UPE (Unión de Pagos Europea) contribuirían a liberalizar el comercio y construir el sistema multilateral de pagos. Al mismo tiempo, Bretton Woods sería un ancla para los tipos de cambio eliminando volatilidad y dando tranquilidad. Este período de bondad y optimismo económico, sería un catalizador para avanzar con una mayor integración.

El Tratado de Roma

En 1957 se firmaría el tratado de Roma que daría nacimiento entre otros a la CEE (Comunidad Económica Europea). La CEE tendría como objetivo la creación de un mercado común con el libre movimiento de bienes, servicios, personas y capitales (aunque con limitaciones). Esto se lograría mediante la supresión progresiva de aranceles, barreras para arancelarias, y discriminación de origen. Quedaría fuera de este sistema el sector agrícola, que se regiría por un régimen especial. Tampoco entrarían bajo este paraguas el sector del transporte, y el industrial. En ese entonces, sería prematura la creación de instituciones supranacionales. Los países serían reticentes a perder la política fiscal y monetaria como instrumentos para alcanzar el pleno empleo.

Como mencionamos anteriormente, no todos los países de Europa occidental formarían parte de la CEE. El Reino Unido, Austria, Dinamarca, Noruega, Suiza, Suecia y Portugal, se agruparían bajo la AELC (Asociación Europea de Libre Comercio). Esta asociación tendría un objetivo mucho más acotado ya que sus integrantes no tendrían intención de profundizar las relaciones más allá del comercio. El sector agrícola se regiría por la PCA (Política Común de Agricultura), la cual establecería precios comunes, un régimen de subsidios, y la preferencia para comercializar entre países de la región.

Hasta el momento, la movilidad de los factores (según lo visto en el capítulo anterior) quedaría restringida, ya que todavía no serían transferibles los beneficios de seguridad social ni se contaría con un sistema de homologación de profesionales universitarios, además de las evidentes barreras idiomáticas y culturales.

La Haya 1969

Al tratado de Roma le seguiría el tratado de la Haya de 1969. Éste, tendría como finalidad la incorporación de la mayoría de los miembros del antiguo AELC, y la generación de un presupuesto común para la comunidad de manera que no fuera tan dependiente de la voluntad de los gobiernos locales. Adicionalmente, se extenderían los poderes de los

miembros del Parlamento Europeo, la creación de la CPE (Cooperación Política Europea). Los nuevos miembros (Reino Unido, Dinamarca e Irlanda), comenzarían a ser parte del grupo a partir de enero de 1973. Los recursos financieros de la comunidad estarían conformados por derechos de aduana, gravámenes sobre la agricultura, y un porcentaje sobre el IVA.

Los finales de los 60 sería una época complicada, Bretton Woods mostraría signos de estar cerca de un colapso tras una fuerte devaluación del Reino Unido en 1967, seguida de las protestas de mayo de 1968, y una devaluación forzada del franco francés del 11% junto con una apreciación del marco alemán de 9,3% en 1969. Esta inestabilidad, sería la que daría el puntapié inicial (también en el tratado de la Haya), a la UME (Unión monetaria Europea).

Es por eso que, a partir de 1969 se presentarían dos propuestas para encarar la unión. Por un lado, estaría el Plan Schiller, promovido por los alemanes. El plan constaría de cuatro etapas, la primera incrementaría el nivel de consultas sobre políticas monetarias y económicas hasta un nivel de coordinación y establecería la posibilidad de ayuda de corto plazo. La segunda, profundizaría en la coordinación hasta lograr que los principales indicadores económicos de los países confluyeran, al mismo tiempo que permitiría al Consejo Europeo tomar las primeras medidas supranacionales en la materia. En la tercera, se crearía un banco central europeo, empezarían a regir los tipos de cambio fijos, se haría un consorcio de reservas, y se incrementarían la intervención de los entes supranacionales. Por último, la cuarta etapa implicaría la creación de una moneda única, y el completo control económico ejercido por las instituciones comunitarias.

Del plan Schiller también surgirían dos conceptos importantes: la independencia del banco central del control de la política, y la elección del control de la inflación como principal objetivo a cumplimentar. En paralelo, Francia presentaría el plan Barre. Éste pretendía primero fijar los tipos de cambio de manera de mostrar al mercado unidad y compromiso. Ésto, reduciría las fluctuaciones de precios y se complementaría con un consorcio de reservas. Promovía además elevar las principales decisiones en materia económica a las entidades supranacionales inmediatamente, y la armonización de los impuestos.

Los restantes países alinearían sus posturas en torno a estas propuestas, llevando a una situación de parálisis por la persistencia de ambos lados. Por eso mismo, en 1970 se crearía el comité Werner con el fin de crear una propuesta que fuera aceptada por todos. El reporte final de 1971, se encargaría de remarcar que las dos propuestas anteriores sólo diferían en la forma más no en el fin. Como resultado, se llegaría a un acuerdo en el que se implementaría un sistema de tipo de cambio rígidos entre bandas en el cual se aceptaría una fluctuación del orden del 6% hacia ambos lados, a cambio (a pedido de Alemania) de que, si no se llegaba a una profunda coordinación económica en los primeros 5 años, el plan se abandonaría.

La víbora dentro del túnel

Con el final de Bretton Woods en 1971 y una desaceleración del crecimiento económico, merma de la productividad, inflación, y desempleo hacia fines de 1973, Europa buscaría reestablecer los tipos de cambio rígidos con la finalidad de estabilizar el comercio intra CEE. Tras el acuerdo Smithsoniano firmado por los principales países del mundo, la fluctuación contra el dólar se ampliaría de un 1% a un 2.25%, y el movimiento entre pares de monedas europeas hasta un máximo de un 9%, incluiría ayuda de corto plazo, y aplicaría a los nuevos integrantes de la comunidad. Este sistema sería llamado “la víbora dentro del túnel” por la particularidad de los movimientos de los tipos de cambio.

“La víbora” comenzaría con el objetivo de sentar las bases para una moneda comunitaria que mantuviera los principales elementos de Bretton Woods en un mundo de tipos flexibles, sin embargo, no pasaría mucho tiempo hasta que se convirtiera en una “zona de marco alemán”, tras la retirada de la libra esterlina, la libra irlandesa, la lira, y el franco francés. “La víbora”, con la participación de países de fuera de la comunidad, sería la primera manifestación de una Europa a “dos velocidades” dada las diferencias en la macroeconomía de los integrantes.³

Un nuevo impulso

Para la segunda mitad de 1977, Roy Jenkins, el presidente de la Comisión Europea, reflataría la idea de una moneda única como solución a las altas tasas de desempleo, la elevada inflación, y la distribución desigual de los ingresos. La idea sería profundizar “la víbora” para que se sumaran los países que se habían retirado, haciendo hincapié en una Europa unida intentando tapar los discursos nacionalistas que tanto habían frenado avances en este sentido. (Recordemos aquí que, durante los años 60, se encontraría al frente de Francia Charles de Gaulle, con un marcado discurso nacionalista y una fuerte reticencia a un gobierno supranacional). En su discurso, sabría apelar a los sentimientos de países como Francia y Alemania y lograr que mostraran apertura y buena voluntad para avanzar. Como resultado, el Consejo Europeo a finales de 1977 requeriría un estudio profundo de las ideas de Jenkins.

En la reunión del Consejo Europeo en Copenhague en 1978, Europa y Francia propondrían a los demás miembros lo que sería la semilla del Euro: el restablecimiento de los tipos de cambio fijos entre todos los miembros, un consorcio de reservas, el uso de la Unidad Monetaria Europea (UME – una canasta de monedas) siendo una nueva reserva, y la creación del Fondo Monetario Europeo. La propuesta contaría con el respaldo de todos los miembros excepto por el Reino Unido, y el principal logro sería que tanto Francia como Alemania dejarían de competir por imponer sus ideas.

En los Congresos de Bremen y Bruselas, se definirían los detalles de implementación del Sistema Monetario Europeo y lo acordado en Copenhague. Se confirmarían los tipos de cambio de referencia, se convendría ajustar la ponderación de cada moneda para la

³ Tsoukalis, Loukas; *The New European Economy Revisited*. 3ra ed. Nueva York. Oxford University Press, 1997. 28p.

determinación de la UME cada 5 años, y se aceptaría un ancho de banda del 6% para Italia como excepción al 2,25% que regiría para el resto de los países. El nuevo sistema entraría en vigencia en marzo de 1979. Posteriormente en 1984 se sumaría el drachma griego, y en 1989 la peseta española y el escudo portugués.

Al definirse el nuevo sistema, además de establecerse el ancho de las bandas, se habría acordado el accionar de los bancos centrales ante un acercamiento a los límites, interviniendo en el mercado comprando su propia moneda y de ser necesario pidiendo prestada moneda del país más fuerte. En la práctica, los bancos centrales desearían estar bien adentro de los bordes de manera de evitar ataques especulativos. Además, los centrales buscarían atar cada vez más sus políticas monetarias al Bundesbank, para dar una señal al mercado del compromiso que éstos tenían en controlar la inflación.

La UME pasaría a ocupar un lugar central en la política europea. Se usaría como moneda contable para las actividades de la Comunidad, como moneda para la elaboración de presupuestos, y como moneda de intercambio para la PCA.

La UME tendría relevancia distinta según fuera su función. Desde el sector público, no cumpliría las expectativas en cuanto a reserva de valor para la que fuera creada. No se desempeñaría bien como medio de cancelación entre bancos centrales ya que, por un lado, las intervenciones se harían en un nivel intramarginal mucho antes de que el mecanismo de facilidades entrara en función, por lo que no se usaría demasiado en este sentido. Por otro lado, por su carácter temporal, generaría incertidumbre en los bancos por el valor al cual debería ser restituida en el futuro. Por lo mencionado, y porque no se podía utilizar como moneda de intervención directa en el mercado, no sería de gran valor para los bancos centrales. En cambio, por el lado de las entidades privadas, se emitirían cheques de viajeros y tarjetas de crédito nominadas, depósitos bancarios, y bonos en UME. Las entidades podrían crear UMEs y depositar el equivalente en las monedas locales en las cuentas de sus clientes. También existiría un mercado de futuros y opciones, y se utilizaría como unidad de diversificación de riesgo de portafolios.

Habría tres motivos por los cuales los países desearían atarse al ancla alemana. El primero, una histórica política monetaria con política de largo plazo y muy buenos resultados; el segundo, la independencia de su banco central; por último, la eficacia en combatir la inflación. Por el lado alemán, habría un incentivo importante para anclar las demás monedas al marco. El marco había sido refugio durante tres décadas para la fuga de capitales salientes de otras monedas, haciendo que éste se apreciara respecto de sus pares europeos, perdiendo competitividad en sus exportaciones. Por otro lado, intentar depreciarlo vía emisión generaría el riesgo inflacionario tan temido.

En realidad, la idea original sería, que, ante un movimiento cercano a las bandas, el país con la moneda débil interviniera en el mercado comprando su moneda a cambio de la moneda fuerte que conseguiría tomando prestado del país con la moneda sólida. El comportamiento sería simétrico porque llevaría a una convergencia de inflaciones y tasas. En cambio, al funcionar el marco como ancla, lo sucedido sería diferente, el país con la moneda débil intervendría comprando su moneda mediante reservas previamente

acumuladas, o tomadas en préstamo y posteriormente “esterilizadas” mediante la licuación en la base monetaria de la moneda del país sólido, no produciéndose un efecto de convergencia, sino un comportamiento asimétrico.

Los 80 sería una época de cambios, las economías comenzarían a crecer progresivamente, se crearían nuevos puestos de trabajo y aumentaría la inversión. La bondad económica le daría impulso a la integración con un fuerte avance en lo institucional. Claramente Alemania seguiría siendo el líder del Sistema Monetario Europeo, dándole a la UME un claro carácter asimétrico, ya que la determinada política antiinflacionaria alemana implicaría para los demás países un ancla con un sesgo a la baja en el movimiento del tipo de cambio entre bandas. Sería una década de pobre política fiscal con fuertes déficits, y una clara liberalización del mercado laboral con una merma del poder de los gremios. Para fines de década se produciría la caída de la Unión Soviética y la fragmentación del bloque. Los miedos a la retirada de las fuerzas militares de los Estados Unidos y el problema alemán en un nuevo formato impulsarían un nuevo avance en la integración regional. El primero en sumarse sería Grecia en 1981.

El reporte Delors

En 1985 asumiría la presidencia de la Comisión Europea Jacques Delors el cual tendría como objetivo consolidar la apertura de los mercados internos. En la reunión del Consejo en Milán de 1985, presentaría un escrito con los beneficios de profundizar la apertura de los mercados y cerca de 300 medidas concretas en esa dirección con una calendarización que finalizaría el último día de diciembre de 1992. Un gran aporte de Delors, sería el enfoque del principio de mutuo reconocimiento entre países para acelerar la eliminación de las barreras paraarancelarias. Concretamente: cualquier producto fabricado y vendido en un país dentro del marco de la ley, debería ser aceptado por el resto de los miembros.

Además, propondría la creación de un sistema europeo de bancos centrales (el hoy conocido SEBC) que tendría estatus de institución comunitaria autónoma, y una estructura parecida a la de la FED. Las decisiones serían tomadas a nivel central, y ejecutadas por cada uno de los bancos locales. Su objetivo principal sería asegurar la estabilidad en los precios, reportaría al Parlamento y al Consejo Europeos.

Por último, la comisión Delors, delinearía el que sería el plan a seguir para la implementación de la unión monetaria. El plan consistiría de tres etapas. La primera etapa todas las monedas se unirían al mecanismo de tipos de cambio (MTC), una coordinación presupuestaria profundizada, y la implementación del mercado único. La segunda, sería una transición a la última etapa, en donde se daría tiempo a la formación de las instituciones que intervendrían una vez completado el proceso. Aquí nacería el SEBC. En la etapa final, se bloquearían los tipos de cambio, se transferirían los poderes a las instituciones supranacionales, se constituiría el consorcio de reservas, y finalmente, entraría en circulación la moneda común. Como se ve, el plan sería similar a lo propuesto por Werner años atrás, pero con una gran diferencia que le daría mayor compromiso: cada etapa tendría una fecha concreta de inicio. La primera comenzaría el 1 de julio de 1990, la segunda el 1 de enero de 1994, y la última, tendría una fecha límite del 1 de enero de 1999.

También, en la conferencia de Milán, se acordaría la formación de una Conferencia Inter Gubernamental (CIG) con el objetivo de preparar una revisión de los tratados existentes y el terreno para una reforma institucional. Esto, llevaría a la firma de la Ley de una Europa Única (LEU o SEA por Single European Act) que sería firmada por todos los miembros en febrero de 1986 y entraría en vigencia para julio de 1987. Ex post, se puede decir que el principal legado de la LEU no sería la introducción de modificaciones en las instituciones, sino la creación de un momentum para la profundización de la integración regional y una credibilidad a la fecha de diciembre de 1992 como un compromiso firme de implementar los cambios propuestos.⁴

Posteriormente, bajo la presidencia alemana del Consejo Europeo, se lograrían importantes avances en la completa liberalización del movimiento de capitales que otorgarían mayor credibilidad a lo acordado en 1986. Para fines década, se registraría un record del 60% de comercio intrazona, un sostenido crecimiento en la inversión, una baja en el desempleo, y una ola de fusiones y adquisiciones. Por último, los 80 no estarían exentos de alteraciones en los tipos de cambio. En julio de 1985 la lira sufriría una depreciación del 8%. Luego le seguirían la libra irlandesa con otro 8% y una revaluación del marco alemán y el florín holandés. Además, se firmaría el acuerdo de Plaza con todo lo que eso implicaría.

El Tratado de Maastricht

El resultado del trabajo de la CIG llevaría al Tratado de Maastricht firmado el 7 de febrero de 1992. En él se constituiría la Unión Europea, que sería producto de la fusión de la CECA, la CEE y Euratom. Además, se definiría la estructura de bancos centrales con el BCE (Banco Central Europeo) a la cabeza, la conformación de sus autoridades, se confirmaría la estabilidad de precios como principal objetivo de la política monetaria, y se pondrían elípticamente límites a la intervención política del mismo. Se ratificaría que no sería un ente para financiar los déficits de los estados miembro y se crearía el Instituto Monetario Europeo (IME) como institución de transición al BCE.

En el artículo 109 se establecerían los “criterios de convergencia”, que serían condiciones a cumplir por los estados para poder entrar en la última etapa. Los mismos serían: estabilidad de precios durante el año previo, definida como dentro del 1.5% hacia ambos lados del promedio de las tres mejores del conjunto de los países; las tasas de largo plazo deberían converger también dentro del 2% hacia ambos lados del valor promedio de los tres mejores. Tercero, el país debería haber respetado la fluctuación normal de la moneda dentro de la banda establecida por los dos años anteriores, o sea, no se permitirían correcciones unilaterales en los tipos de cambio, además, los tipos de cambio no deberían estar “tensionados”. Finalmente, se aceptarían como máximo un déficit fiscal del 3% del PBI y una relación Deuda/PBI del 60%. Como se sabía que sería difícil que estos últimos fueran cumplidos por la mayoría de los miembros, se aceptaría como suficiente que el país demostrara que ambos habían declinado “sustancial y continuadamente”, y que el

⁴ Overturf, Stephen; *Money and European Union*. Nueva York: St. Martin's Press, 2000. 53-54p.

excedente fuera “temporario”. En este caso se requeriría la concurrencia del resto de los miembros.

Por último, el tratado contemplaría cláusulas de exención para el Reino Unido y Dinamarca en la materia que les permitiría avanzar y detenerse en el último paso. Al respecto, Overtruf diría:

“Una Europa de dos velocidades era una gran preocupación. Era una preocupación cierta para quienes podían quedar afuera, pero también tendría implicaciones para la Unión Europea, surgiendo la posibilidad de una “Europa a la carta”, amenazando las visiones políticas de liderazgo y unión política completa.”⁵

Como si ponerse de acuerdo hubiera sido fácil, surgirían contratiempos a la hora de ratificar el tratado. Primero, sería rechazado por el pueblo en el referéndum danés en junio de 1992, modificaciones mediante, sería aprobado en 1993. Paralelamente, se daría curso a consultas populares en Irlanda y Francia, en esta última aprobado con un exiguo 51% de los votos. Lo que, siendo éste uno de los principales países impulsores de los cambios, pondría en dudas que realmente se fuera a conseguir el respaldo de los ciudadanos en los restantes países. Claramente, el hecho de que la economía europea se deteriorara a principios de los 90, jugaría en contra de una apertura hacia instituciones supranacionales en la cual hubiera alguna sesión de soberanía.

Simultáneamente, Alemania se encontraría invirtiendo fuertemente para la reunificación post Unión Soviética. Por lo tanto, el Bundesbank mantendría las tasas elevadas para esterilizar la emisión monetaria, provocando un fuerte flujo de capitales hacia el marco alemán. Como ya no habría posibilidad de establecer controles de capitales, habría fuertes presiones para que los estados devaluaran. El hecho de que los tipos de cambio estuvieran cercanos a los límites de las bandas, reforzarían los ataques especulativos. La primera en ser atacada sería la markka finesa, luego le seguirían la corona sueca, la libra esterlina en septiembre de 1992, (devaluación que haría famoso a Soros), la lira italiana, y posteriormente la peseta, el escudo portugués, y el franco francés. En agosto de 1993, la Unión Europea se vería obligada a rendirse y a ampliar el ancho de la banda de fluctuación a un amplio +/- 15%. No obstante, el tratado sería ratificado por todos los miembros. Y, además, en 1995 se haría una ampliación en la cual ingresarían Austria, Finlandia y Suecia.

Para 1998, Grecia anunciaría su intención de entrar en la moneda única, aunque sólo quedaría en un anuncio ya que no llegaría a cumplir con los criterios de convergencia. Sin embargo, el interés de este país sería muy fuerte, y querría dejar en claro que ingresaría ni bien pueda. En mayo de 1998, el Consejo Europeo anunciaría los tipos de cambio rígidos bilaterales con los cuales se haría la conversión al Euro el año siguiente. La mayoría de los países cumplirían con los criterios de convergencia, y en algunos casos se haría uso de la opción de “tendencia sustancial y continua” hacia los objetivos como mencionáramos anteriormente. Finalmente, serían 11 los países que ingresarían: Alemania, Austria, Bélgica, España, Finlandia, Francia, Irlanda, Italia, Luxemburgo, los

⁵ Ibid, pp. 115.

Países Bajos, y Portugal. Grecia debería esperar, Suecia decidiría no participar desde el principio, y el Reino Unido y Dinamarca harían uso de la cláusula de exención.

El Euro entraría en vigencia el 1 de enero de 1999, a un tipo de cambio de 1.17 EUR/USD, representando el 20% del PBI mundial y a 300 millones de personas. Los billetes y monedas comenzarían a circular el 5 de enero de 2002.

Convertibilidad cambiaria

Para entender el análisis central de este trabajo es necesario repasar el concepto de convertibilidad cambiaria.

Los principales pensadores de la teoría de convertibilidad cambiaria que se aplicaría en los países latinoamericanos y ex integrantes de la unión soviética serían Steve Hanke y Kurt Schuler.⁶ El eje sobre el cual basarían su teoría sería en que las monedas poco seguras desincentivan la inversión. Por ejemplo, los países coloniales que bajo el dominio extranjero habrían contado con una moneda fuerte y creíble, al independizarse, durante el primer tiempo recibirían un flujo de capitales positivos que, al poco tiempo cuando sus nuevas monedas perdieran confianza, dicho flujo, se transformaría en negativo destruyendo sus economías vía estancamiento e inflación. Para solucionar este inconveniente propondrían un esquema de convertibilidad cambiaria que, al pegarse a la moneda de referencia, copiaría sus características.

La convertibilidad cambiaria funcionaría de la siguiente manera: una institución (que podría ser el banco central) emitiría billetes y monedas totalmente respaldados por una moneda extranjera fuerte, como el dólar, el euro, o el yen. La moneda emitida (para nuestro ejemplo, el peso), sería totalmente intercambiable por la de reserva a un valor fijo. Si un ciudadano fuera al banco con un peso y pidiera que le den el equivalente fijado en moneda de reserva (digamos un dólar) se lo tendrían que dar.

Para que el sistema de convertibilidad cambiaria funcione, el banco central debería tener suficientes reservas para respaldar la base monetaria. Al tener un respaldo completo, el peso tendría una mayor demanda por la confianza que tendría la gente de que podría convertir un peso por un dólar en cualquier momento. Además, se reforzaría al sistema con una ley o una enmienda constitucional que asegurase el accionar del banco central.⁷ A diferencia de un sistema con un banco central convencional, la convertibilidad cambiaria no permitiría controlar la cantidad de dinero en circulación a discreción, sino que ésta sería función de la demanda del mercado.

⁶ Hanke, Steve; Schuler, Kurt. *Currency Boards for Developing Countries: A Handbook (Revised edition, 2015)*. San Francisco: ICS Press, 1994. 2 p.

⁷ Enoch, Charles; Gulde, Anne Marie. Are Currency Boards a Cure for All Monetary Problems? *Finance and Development*, 35, 4 (1998)

Convertibilidad cambiaria vs política monetaria convencional

A continuación, una tabla comparativa entre los dos sistemas:

Convertibilidad cambiaria	Banco central convencional
Normalmente, abastece monedas y billetes únicamente	Abastece monedas, billetes y depósitos
Tipo de cambio rígido con la moneda de reserva	Tipo de cambio pegado a una moneda de referencia o tipo flexible
Respaldo en reservas del 100% de la base monetaria	Reservas variables
Convertibilidad total	Convertibilidad limitada
Política monetaria gobernada por ley	Política monetaria discrecional
No hay prestamista de última instancia	Hay prestamista de última instancia
No regula a la banca comercial	Regula a la banca comercial
Transparente	Opaco
Protegida de la presión política	Politizada
Alta credibilidad	Baja credibilidad
Gana señoraje por interés	Gana señoraje por interés e inflación
No puede crear inflación	Puede crear inflación
No puede financiar al tesoro	Puede financiar al tesoro
No requiere precondiciones para una reforma monetaria	Requiere precondiciones para una reforma monetaria
Rápida reforma monetaria	Reforma monetaria lenta
Reducido staff de personal en el Banco Central	Gran staff de personal en el Banco Central

Hanke, Steve; Schuler, Kurt. *Currency Boards for Developing Countries: A Handbook (Revised edition, 2015)*. San Francisco: ICS Press, 1994. 2 p.

Como se puede apreciar, habría muchas diferencias entre ambos sistemas, sin embargo, no todas serían cruciales.

Es importante destacar, que un sistema de convertibilidad cambiaria no garantizaría que cada peso depositado sea convertible, sino que los pesos convertibles serían los emitidos por el Banco Central, dicho de otra manera, sólo la base M0 estaría respaldada. Los bancos comerciales serían los responsables de poseer dinero suficiente para respaldar la conversión de depósitos emitidos que solicitara convertir sus clientes. En una convertibilidad cambiaria convencional, los bancos comerciales no podrían prestar más dinero del que tendrían depositado durante mucho tiempo. Para respaldar esos préstamos contarían con sus reservas, que estarían relacionadas con el monto de los retiros habituales de sus clientes. En cambio, cuando hay un banco central con política de tipo de cambio flexible, esta institución puede prestar dinero a la banca comercial haciendo que sus préstamos se expandan más allá del dinero que tienen depositado. De esa manera se expande la base monetaria a voluntad, para contraerla se usa el procedimiento inverso.

Objeciones a la convertibilidad cambiaria

Hasta el momento hemos repasado las virtudes de un sistema de este tipo, pero es cierto que tiene puntos cuestionables, vamos a ver algunos de ellos ya que los vamos a necesitar más adelante en este trabajo.⁸

No hay prestamista de última instancia: ante una corrida bancaria no hay quien respalde a los bancos comerciales. Los defensores del sistema sugieren que un banco central puede prestar a la banca comercial adquiriendo moneda de reserva previamente, o con el excedente de respaldo que pudiera tener para este caso, (recordar que la obligación es tener 100% de respaldo mínimo, pero el central podría tener 105%, 110% o más reservas respecto de su base monetaria). Otro argumento que dan los defensores del sistema, (casi a modo de evasión), es que generalmente los bancos centrales convencionales funcionan como prestamistas de última instancia, pero del tesoro.

Importancia del tamaño de la economía: otra objeción común es que la convertibilidad cambiaria es apta sólo para economías pequeñas que son altamente dependientes del comercio exterior pero no para economías grandes con poco intercambio comercial con el resto del mundo. En realidad, y aquí coincido con los que promueven la convertibilidad, no hay ninguna razón concreta para pensar que pudiera no ser implementable en economías grandes.

Ventajas de un tipo de cambio flexible: aquí hay un punto central en la ventaja de un tipo de cambio flexible que se pierde al implementar la convertibilidad. El tipo flexible es un grado de libertad con que cuenta el banco central para guiar a la economía bajo los ciclos desfavorables en el comercio exterior.

Deflación: otro de los puntos críticos de la convertibilidad. Cuando uno implementa esta política, se ancla directamente a la política monetaria del banco central de la moneda de reserva. Normalmente estos bancos centrales son la FED, el BCE, o el Banco de Japón. Estas economías son muy desarrolladas, con una mejora constante en la productividad, y sus centrales se manejan con metas de inflación muy acotadas y bajas. Normalmente, los países no desarrollados no son tan estables, y a veces no tienen las mismas mejoras en la productividad, por ello el ancla hace imposible cualquier licuación de ineficiencia vía depreciación del tipo de cambio.

Zona monetaria Óptima

En 1961, Robert Mundell escribiría un paper llamado “A Theory of Optimum Currency Areas” donde plantearía lo siguiente:

“Un sistema de tipo de cambio flexible es usualmente presentado, por sus proponentes, como un mecanismo donde la depreciación puede tomar el lugar del desempleo cuando la balanza externa está en déficit, y la apreciación puede reemplazar a la inflación cuando está en superávit. Pero entonces la pregunta que surge es si todas las monedas nacionales existentes deben ser flexibles.”⁹

⁸ Hanke, S; Schuler, K. *op cit.*, p.63-68.

⁹ Mundell, Robert. A Theory of Optimum Currency Areas, *The American Economy Review*, 51, 4 (1961): pp. 657-665.

En el mismo paper plantearía el problema de la siguiente manera: Sea un modelo simple en el que existan dos países A y B, cada uno con su moneda nacional, tipos de cambio fijos, sin desempleo, y balanza de pagos equilibrada; un cambio en la demanda de B hacia A produciría desempleo en B y presión inflacionaria en A. Surgirían dos opciones para reestablecer el equilibrio, en la primera, la autoridad monetaria dejaría que los precios de A se incrementen; y en la segunda, permitiría la reducción del ingreso real de B, y si ninguna de las dos opciones llegara a ser posible, sólo quedaría reducir la producción de B dejando que aumente el desempleo. Claramente se ve, que un tipo de cambio fijo tendría un efecto de freno en la economía mundial.

En cambio, si los desequilibrios de intercambio se dieran dentro de A y B, de manera tal que pudiéramos decir que el oeste de ambos tuviera superávit y el este déficit, por más que el tipo de cambio sea flexible, no hay forma de que ambos países pudieran encontrar un tipo para compensar desequilibrios internos. Es aquí donde queda demostrado que el tipo de cambio flexible sólo tiene sentido si hablamos de monedas regionales.

Si se tratara sólo de encontrar un equilibrio, deberíamos tener tantas monedas como personas hay en este mundo, pero eso no sería conveniente. No sólo de equilibrios se trataría, sino que habría que tener en cuenta otros aspectos como el costo de tener muchas diferentes en circulación, los costos de intercambio, la imperfección en la competencia ya que deberíamos convertir todo el tiempo para comparar dos artículos, en fin, varios son los limitantes que le pondrían un límite inferior a la cantidad de monedas en circulación. Además, como la moneda no sólo se usaría como medio de intercambio, sino que sería un símbolo de la soberanía, habría que tener en cuenta que hay un factor político muy importante a considerar a la hora de hablar de monedas regionales.¹⁰

Distintos autores concuerdan en que son cuatro los requisitos que se debieran cumplimentar para poder implementar una zona monetaria óptima. Ellos son: 1) Movilidad laboral; 2) Movilidad de capitales y bienes; 3) Poseer ciclos económicos similares; 4) Contar con un sistema común que permita compartir los riesgos (suelen ser transferencias presupuestarias).

Movilidad laboral: implicaría la libre circulación de trabajadores dentro de la región, la no existencia de barreras idiomáticas ni culturales, y políticas institucionales como la transferencia de pensiones y subsidios.

Movilidad de capitales y bienes: la movilidad de capitales y bienes, permitiría que las fuerzas de mercado puedan distribuir a los mismos para que puedan ser utilizados eficientemente dentro de la zona monetaria, facilitando el comercio e impulsando la economía.

¹⁰ Ibid pp 658-662

Ciclos económicos similares: en este sentido, es para destacar el resultado de la investigación realizada por J. Frenkel y A. Rose¹¹ en la cual analizan datos de treinta años de veinte países industrializados. En ella, comprueban que los países que entran en una unión monetaria cambian radicalmente sus ciclos económicos. El factor intercambio comercial los afecta de tal manera que los vuelven correlacionados. Pero lo más interesante es que al cambiar los mismos, no se puede llegar a conclusiones acerca de que tan aptos son ciertos países para formar una zona monetaria óptima a priori, sino que sólo se puede saber una vez que la misma está conformada.

Posibilidad de compartir riesgos: volviendo a Mundell, en el año 1973 escribiría un segundo paper titulado “Uncommon Arguments for Common Currencies” con una vuelta de tuerca respecto del que analizáramos anteriormente. A diferencia del de 1961 en donde asumiría que las expectativas serían estacionarias respecto del tipo de cambio (recordemos que en 1961 regiría Bretton Woods y no habría casos de tipo de cambio flexible hasta ese entonces excepto Canadá), se enfocaría en como la incertidumbre por el tipo de cambio futuro podría generar una disrupción en los mercados de capitales inhibiendo la diversificación de portfolio y la división del riesgo.¹²

Aquí es donde entraría en juego la posibilidad de que los países de la región en cuestión se vieran afectados por shocks asimétricos:

“Una falla en una cosecha, paros, o una guerra en uno o más países, causa una pérdida de ingresos reales, pero el uso de una moneda común (o reservas), permite al país hundir su moneda y amortiguar el impacto de la pérdida, beneficiándose de los recursos del otro país hasta que el costo del ajuste se haya repartido eficientemente en el tiempo. Si, de otra manera, los dos países usan distintas monedas con tipos de cambio flexible, toda la pérdida tiene que ser soportada por uno solo, la moneda común no puede servir como amortiguador para la nación como un todo, excepto en la medida en que arrojar monedas inconvertibles en el mercado de cambios atrae un flujo de capitales especulativos en favor de la moneda que se deprecia.”¹³

Al afectar a cada país con distinta profundidad, si no encontráramos un mecanismo que permitiera mitigar el impacto diferencial, nos enfrentaríamos a un escenario parecido al del ejemplo este-oeste que vimos anteriormente. Aquí Mundell propondría que un país que sufra un shock adverso podría llevar mejor el momento compartiendo el impacto con otro país dentro de la zona monetaria óptima. Pertenecer a la misma zona permitiría compartir reservas monetarias y una diversificación de portfolio por mantener acreencias cruzadas entre sí. También sería importante en este sentido la movilidad laboral. Si una región se viera afectada por una alta tasa de desempleo, el trabajador podría mudarse a otra aliviando el impacto sobre el área afectada.¹⁴

¹¹ Frenkel, Jeffrey A.; Rose, Andrew K. The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria, *Economic Journal*, 108, 1009-1025.

¹² Mc Kinnon, Ronald. 2000. Mundell, the Euro, and Optimal Currency Areas, Working Papers 2000, Stanford University, Department of Economics.

¹³ Mundell, Robert. *Uncommon Arguments for Common Currencies*. En: Swoboda, A.K., *The Economics of Common Currencies*. Nueva York: George Allen & Unwin Ltd, 1973. Pp. 114-132.

¹⁴ *Ibid*, pp 114-132.

El Consenso de Washington y la Unión Europea

Lo visto hasta acá nos permite ubicarnos en el contexto histórico del momento inmediato anterior a la entrada en vigencia en cada uno de los bloques de los cambios que vamos a analizar en nuestro trabajo. Por un lado, se encuentra el bloque latinoamericano, que vendría de un proceso de crisis de deuda y crisis económica que desembocaría en un colapso. Este proceso implicaría un alto déficit fiscal principalmente por los intereses de la deuda, una economía hiperinflacionaria, acompañado por una crisis social y un profundo deseo de reencauzar la situación.

Por el otro, un bloque europeo que vendría de un proceso integración regional muy largo, no exento de crisis y contratiempos, pero mucho más estable. Cuyo objetivo sería poder aprovechar las bondades del libre comercio y la apertura de los mercados, con la intención por parte del principal integrante del bloque (Alemania) de tener a los demás miembros atados en forma fija a un marco competitivo, para favorecer sus exportaciones regionales, y su pánico por la inflación que en los años 30 llevaría al nacional socialismo. Con una Francia preocupada por atar a Alemania a un bloque europeo para tener a la “locomotora” bajo control, y con países del sur que buscarían unirse a un ancla contra la inflación y no quedar relegados a una Europa de segunda clase.

En 1990, el economista John Williamson escribiría en el libro “Latin American Adjustment: How Much Has Happened?”¹⁵ sobre lo que el denominaría “El Consenso de Washington”. El Consenso de Washington sería el conjunto de políticas económicas con el fin de lograr el desarrollo que debiera implementarse en la Latinoamérica en aquel entonces. El consenso, referiría a la visión del Congreso Americano, las agencias económicas de los Estados Unidos, tecnócratas, la FED y las usinas de pensamiento. Estas políticas resultarían una guía para las reformas a implementar en la América Latina de los 90. Nuestro análisis consistirá en comparar cada una de las 10 propuestas con las medidas implementadas por los países de la Unión Europea al ingresar a la eurozona (mencionadas en la revisión histórica). Traeremos a continuación los puntos del Consenso de Washington.

Disciplina fiscal: Según Williamson, el consenso sería una política en donde no existiría déficit fiscal, ya que “largos y sostenidos déficits fiscales, serían fuente primaria de dislocaciones macroeconómicas en la forma de inflación, déficit en la balanza de pagos, y fuga de capitales.” ...” a menos que el exceso fuera usado para financiar inversión en infraestructura productiva, un déficit presupuestario operacional mayor al 1% ó 2% del PBI sería prima facie evidencia de una falla en la política”

Prioridades del gasto público: aquí se resaltarían los derroches habituales en los que solerían terminar los subsidios (principalmente por el costo político de aumentar precios en un entorno inflacionario) y la incorrecta asignación de los recursos a lo que ello lleva.

¹⁵ Williamson, John; *What Washington Means by Policy Reform*. En su: *Latin American Adjustment: How Much Has Happened?*, Institute for International Economics, 1990.

La propuesta sería mudar el gasto público de subsidios hacia educación y salud para los pobres que no puedan pagar por ellos y a las obras de infraestructura.

Reforma impositiva: se mencionaría que no habría acuerdo específico sobre qué acciones se deberían implementar, pero mencionaría que la base impositiva debería ser amplia, y las tasas impositivas marginales moderadas.

Tasas de interés: determinadas por el mercado, o sea evitar las tasas subsidiadas de manera que el crédito se adjudique en forma eficiente, y tasas reales positivas de manera de evitar la fuga de capitales e incrementar el ahorro.

Tipo de cambio: según Washington, los tipos de cambio deberían ser determinados por el mercado, pero, sería aún más importante que sea competitivo de manera de incentivar las exportaciones, pero no demasiado depreciado como para impulsar la inflación. También se recalcaría la conveniencia de la estabilidad cambiaria para que el sector privado tuviera la confianza de que la competitividad se mantendría en el tiempo y así justificar las inversiones en las industrias exportadoras.

Libre comercio: liberalización de las importaciones; el acceso a insumos importados en condición necesaria para ser competitivo con las exportaciones. El proteccionismo generaría costos innecesarios que volverían a las industrias menos competitivas.

Inversión extranjera directa: consideraría a la restricción a la inversión extranjera directa como algo tonto, ya que podría aportar capital y los conocimientos necesarios.

Privatizaciones: se usarían para aliviar la presión sobre el déficit fiscal en el corto plazo debido a los ingresos productos de éstas, y por el hecho de evitar que el estado tuviera que hacer inversiones en el mediano plazo. Por otro lado, al ser empresas privadas y tener la opción de quebrar, en el caso más conservador las obligaría a tener que ponerle un límite al gasto.

Desregulación: se creía que al haber funcionado en los Estados Unidos también funcionaría en el resto del mundo. Por otro lado, se evitaría la corrupción y se desburocrataría el estado.

Derechos de propiedad: como concepto fundamental para desarrollo de un sistema capitalista exitoso.

A continuación, un cuadro comparativo:

Consenso de Washington	Unión Europea
Disciplina fiscal (déficit menor al 2% del PBI)	Disciplina fiscal (déficit menor al 3% del PBI)
Reducción de subsidios (con el objetivo de reducir el gasto)	No hay mención específica, pero está atado al punto anterior.
Reforma tributaria	Política fiscal libre
Tasas de interés determinadas por el mercado y tasas reales positivas	El ECB debe mantener estabilidad de precios, lo que implica tasas reales positivas
Tipo de cambio competitivo, que no genere inflación, y estable.	Tipo de cambio "sin tensiones" y dentro de la banda de fluctuación establecida

Liberalización del comercio	Libre comercio ya vigente
Privatizaciones	A libertad de cada gobierno ¹⁶
Desregulación	Desregulación introducida con directiva Bolkestein ¹⁷
Derecho de propiedad (seguridad jurídica)	Tribunales de justicia de la UE

En lo que respecta a tipos de cambio, Latinoamérica implementaría la convertibilidad cambiaria en Argentina y México y un tipo de cambio atado al dólar en Brasil, los países de la Unión Europea estarían en una zona monetaria común dominada por la política monetaria alemana. Como se puede apreciar, ambas regiones serían sometidas a condiciones similares. Por ello es que nuestro trabajo consistirá en hacer un análisis comparativo de los dos grupos, afirmando que la evolución en cada caso sería similar, y en base al final de la época Latinoamericana tratar de predecir cómo evolucionará la crisis de deuda soberana europea. En el paso siguiente, analizaremos las reformas implementadas en ambos bloques, junto con la evolución de los principales indicadores macroeconómicos y el impacto de las mismas.

La historia de los 90

México

El primer país en implementar reformas sería México en el año 1988 con la llegada a la presidencia de Carlos Salinas de Gortari. Una de las primeras medidas sería establecer una banda de fluctuación flexible, con la intención de bajar la volatilidad en el peso mexicano y disminuir la inflación, objetivo que lograría al llevar la misma de una tasa anual cercana al 160% a una de 7% a fines del período. Este cambio produciría una expansión en la economía que permitiría recuperar el terreno perdido durante la crisis del año anterior, sin embargo, a partir de 1989, debido a la implementación de una política de ajuste fiscal para disminuir el déficit, comenzaría una reducción en la calidad de vida de los mexicanos y un estancamiento en el consumo que frenaría la expansión del PBI.

Al mismo tiempo, comenzaría un proceso de apertura económica y desregulación que, junto con las privatizaciones de empresas públicas, tendría como objetivo el atraer capitales externos. Las reformas estructurales llevadas adelante por Salinas, convencerían a los inversores, quienes empezarían a invertir en México provocando un fuerte influjo de capitales, especialmente de fondos de pensiones que buscaban aprovechar los altos rendimientos. Este flujo de fondos positivo en la cuenta capital, serviría para compensar el déficit de cuenta corriente generado por el atraso cambiario producto de la implementación de un tipo de cambio fijo. Se estima que casi tres cuartos del déficit sería financiado con inversión extranjera especulativa.

¹⁶ Luego, ante la crisis de deuda soberana europea, la Troika obligaría a los países que deberían reestructurar sus deudas a privatizar empresas estatales.

¹⁷ La directiva sancionada el 28 de diciembre de 2006 buscó facilitar la libertad de establecimiento y libre circulación de servicios entre miembros de la Unión Europea mediante la desregulación del mercado en cuestión.

Serían tiempos de mucho optimismo, Carlos Elizondo Mayer-Serra diría al respecto:

(...) Salinas tuvo una fantasía similar: estaba convirtiendo a México en un país del Primer Mundo con derecho a ingresar en la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico (OCDE). El hecho de que sí consiguiera el ingreso de México en la OCDE, demuestra que estas expectativas eran compartidas en cierta medida por lo menos por el gobierno de Estados Unidos. En ambos casos, la fantasía fue compartida por empresarios importantes, inversionistas extranjeros y, sobre todo en el sexenio de Salinas, por analistas económicos respetables.¹⁸

El programa de Salinas tomaría como eje premisas del liberalismo, que estaba de moda en la época, la cual suponía que para que una economía se desarrollara, sería necesaria la no intervención del estado en los precios para que sea el mercado quien internalice el costo real de los factores. Sin embargo, el precio del peso mexicano sería fijado por el Banco de México quedando las tasas de interés como variable de ajuste. El techo de la banda de fluctuación se devaluaría diariamente, pero dicha devaluación no alcanzaría a cubrir el diferencial de inflación entre la economía de Estados Unidos y México, haciendo que se produjera un atraso cambiario progresivo. La prioridad claramente sería controlar la inflación.

En este contexto el déficit de cuenta corriente no sería visto como un problema, sino como la urgencia de extranjeros de invertir en México, dicho déficit, sería compensado mediante la importación de bienes y servicios, y se creía que la compensación era automática y que si los capitales dejaban de entrar desaparecería el déficit de la cuenta corriente.

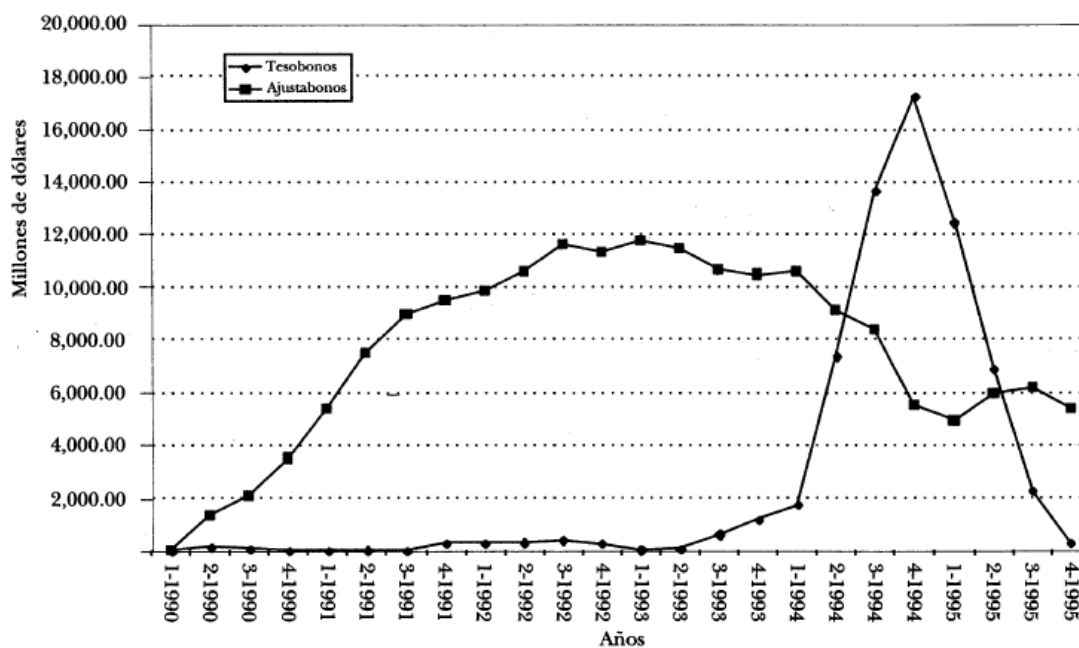
Sin embargo, la bonanza no duraría para siempre, a comienzos de 1994 comenzaría un ciclo de alza en las tasas de interés de la FED, que provocaría una reversión en los flujos de capital y pondría presiones devaluatorias sobre el peso mexicano. Paralelamente, se desencadenarían una serie de sucesos políticos que terminarían por minar la confianza de los inversores. A principios de 1994 el EZLN (Ejército Zapatista de Liberación Nacional) haría un levantamiento armado en Chiapas. Pero, el gatillo que dispararía una fuga de capitales fuera de México, sería el asesinato de quien fuera candidato a presidente de ese año Luis Donaldo Coloso. Suceso que obligaría al Banco de México a intervenir directamente ya que el tipo de cambio tocaría el límite superior de la banda. A partir de abril, el Banco de México elevaría las tasas de interés para contener la corrida contra el peso mexicano.

La pregunta aquí es ¿por qué el gobierno no devaluó? En primer lugar, la respuesta hay que buscarla en la política. 1994 sería un año electoral y el PRI debía ganar las elecciones. El tipo de cambio, hacía de ancla nominal de precios y una flotación pondría en riesgo la economía. Luego, 1994 sería el año de ingreso de México al Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN), ni Estados Unidos ni México querían demorar más la

¹⁸ Elizondo Mayer-Serra, Carlos. Tres trampas: sobre los orígenes de la crisis económica mexicana de 1994. *Desarrollo Económico*, 36, 144 (1997): 957.

firma del acuerdo. Finalmente, Salinas de Gortari se postulaba para presidir la OMC (Organización Mundial de Comercio) y no quería que su candidatura se manchara por una crisis. Es cierto que también sería considerado un ajuste fiscal que enfriara la demanda de productos importados y disminuyera el déficit de cuenta corriente, pero se haría todo lo contrario y se expandiría el gasto especialmente para impulsar la construcción y la economía, también por motivos electorales.

Saldo de tesobonos y ajustabonos
(millones de dólares)



Fuente: Banda, Humberto; Chacón, Susana. La crisis financiera mexicana de 1994: una visión político-económica. *Foro Internacional*, 45, 3 (2005): 453.

Pero hay más, y vale la pena citar nuevamente aquí a Elizondo Mayer-Serra:

*Si bien existieron razones políticas importantes para no devaluar, la trampa ideológica, es decir, la creencia en la solvencia lógica y posibilidad de implementación de su modelo económico, hizo que muchos funcionarios del gobierno creyeran seriamente que se podía evitar una devaluación, razón por la cual no se devaluó ni siquiera después de las elecciones presidenciales de agosto de 1994. (...)*¹⁹

Como elevar las tasas no sería suficiente, el gobierno emitiría los tesobonos, (bonos indexados por dólar) para reemplazar a las cetes (títulos en pesos). Este nuevo instrumento tendría una demanda fabulosa ya que ofrecería el incentivo de dolarizar la deuda pública, sin embargo, la crisis se aceleraría y llevaría al gobierno a anunciar, el 19 de diciembre de 1994, una devaluación del 15%. El mercado, asustado por una liberalización de la paridad cambiaria, respondería con una fuga masiva de capitales dejando al Banco de México sin reservas. Ya para fin de diciembre, el Banco de México

¹⁹ Ibid, p. 967.

habría perdido 11.000 millones de dólares de reservas en sólo un mes, dejándolo con un neto de 6.000 millones. Finalmente, el 21 de diciembre de 1994 el gobierno anunciaría la libre flotación del peso mexicano. El peso mexicano colapsaría un 67% haciendo necesario un préstamo de última instancia por parte del tesoro norteamericano. Como corolario, renunciaría el ministro de economía y se anunciaría un plan de emergencia económica.

Brasil

En 1994 Brasil implementaría el llamado “Plan Real” con el fin de erradicar la hiperinflación que a fines de los 80 afectaba al país. Es cierto que la inflación no siempre sería considerada un problema por los brasileros. Ciudadanos y políticos se acostumbrarían al incremento continuo de precios a tal punto de percibirlos como una condición a aceptar si se quería continuar en la senda del desarrollo. Hasta mitad de los 80, la mayoría de la sociedad se sentiría cómoda con las altas tasas de crecimiento, aún en un entorno inflacionario. Sin embargo, la situación cambiaría con la llegada de la hiperinflación. El gobierno intentaría ahora contenerla, pero no podría hacerlo sin evitar el estancamiento.

Las causas serían varias, una de ellas, el descontrol en el gasto público. El tesoro no repararía en gastos ya que “no tenía problemas de deuda” porque el Banco Central do Brasil (BCB) estaría siempre dispuesto a monetizar el déficit. Consecuentemente, a mitad de los 60 comenzaría la indexación de los títulos del gobierno que luego se trasladaría a precios y sueldos, achicándose la frecuencia de ajuste conforme pasaran los años. Luego, en 1988 se haría una reforma constitucional en la que se transferirían ingresos por algunos impuestos a los estados, sin embargo, no se haría lo mismo con las prestaciones. También se garantizaría la seguridad laboral a los empleados estatales y se permitiría al Congreso incluir partidas en el presupuesto sin autorización del ejecutivo de ahora en más. Por último, luego de los ajustes impulsados por el FMI a finales de los 80 que llevarían a la crisis, ya no habría lugar para que la política pusiera sobre la mesa más propuestas de ajuste.

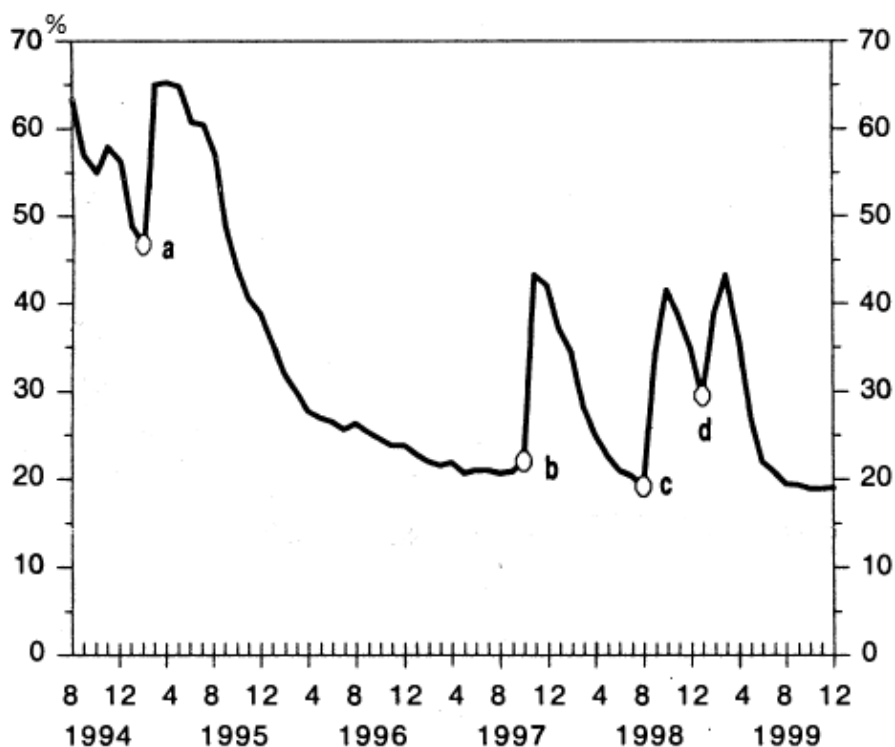
Cinco planes antiinflacionarios se implementarían antes del Plan Real (Cruzado – marzo, 1986; Bresser – junio, 1987; Verao - enero, 1989; Collor - marzo, 1990; Collor II – febrero, 1991). Todos sin éxito. El común denominador de los mismos sería la postergación de la indexación de la economía sin atacar ni el déficit fiscal ni la expansión monetaria descontrolada. El encargado de implementar el nuevo plan sería Fernando Henrique Cardoso. A diferencia de los planes anteriores, éste se anunciaría con meses de antelación de manera de evitar la sorpresa y se implementaría gradualmente.

El plan real no sería muy diferente de sus antecesores, pero tendría dos características que harían que diera resultados diferentes. La primera, la fijación del tipo de cambio respecto al dólar, el cuál de ahora en más variaría lo mínimo indispensable como para contrarrestar la inflación. La segunda, la prohibición total de la indexación de los contratos de trabajo, servicios públicos, alquileres, combustibles y prestaciones de servicios en general. No obstante, al poco tiempo el gobierno crearía la “Unidade Real de valor” (unidad real de valor), que se usaría compulsivamente para ajustar los precios internos de acuerdo a lo

dictado por el gobierno, en la práctica, seguiría la evolución del tipo de cambio marcada por el banco central. Una vez que toda la economía se moviera al paso de la URV, el próximo paso sería introducir una nueva moneda llamada "Real" que tuviera una paridad cercana a 1 con el dólar norteamericano. Eso, facilitaría el trabajo del banco central ya que la moneda sería percibida como fuerte y daría confianza a los tenedores de la misma.

Otro aspecto que contribuiría a la estabilidad de los precios sería la apertura de la economía a principios de los 90 llevada adelante por el presidente Collor de Melo. Se abrió así el mercado a las importaciones aumentando la competencia. Además, se esperaba que esta medida impulsara la inversión local para mejorar la competitividad y se modernizara el aparato productivo del país. Se reducirían los aranceles a las importaciones en forma progresiva, se eliminarían regímenes, y se darían de baja las licencias no automáticas de importación. Por último, se cerraría la reestructuración de la deuda pública con el FMI que estaba en default desde 1992 y el sector privado volvería a los mercados.

Tasas de interés pagadas por la deuda pública interna



Notas: (a) crisis de México; (b) crisis del sudeste asiático; (c) crisis rusa; (d) default del estado de Minas Gerais

Fuente: Palma, Gabriel. The 1999 Brazilian Financial Crisis: 'Macho Monetarism' in action, *Economic and Political Weekly*, 41, 8, (2006) p.734.

El plan daría buenos resultados, a tal punto que Cardoso se presentaría como candidato a presidente en 1994 y ganaría las elecciones. El primer trimestre de 1995 el PBI registraría

un crecimiento interanual del 10.4%. Sin embargo, la principal debilidad del Plan Real sería que la moneda, sobrevaluada, generaría un déficit comercial que obligaría a mantener una fuerte entrada de capitales si se quería conservar la paridad cambiaria. Pero como el BCB no quería que la entrada de capitales hiciera crecer una burbuja de crédito, mantendría las tasas excesivamente altas. En ese sentido tendría éxito, pero tasas por encima del 15% por tiempo prolongado en una economía con inflación cercana a 0% generaría un crecimiento exponencial de la deuda del tesoro y del banco central.

Pero, contrariamente a lo que muchos piensan, no serían las tasas de interés en sí misma la causa de la crisis de enero de 1999, sino el stock derivado de los continuos rescates de bancos que no podrían soportar tan altos niveles de tasas, y de estados, que como en el caso de Minas Gerais, se declararían en cesación de pagos en 1998. Sin embargo, no debemos olvidar que la falta de voluntad política para encaminar las cuentas del gobierno contribuiría en manera muy importante al incremento del stock de deuda. Salvo por 1994 en donde se obtendría un superávit del 1.1% del PBI, Brasil sería fuertemente deficitario. 1996 cerraría con un déficit de 4.9% del PBI, 1997 con 6.1%, 1998 8% abajo, llevando la deuda neta del 28.5% al 50% del PBI. Éstos datos debemos analizarlos considerando que las cuentas primarias se mantendrían casi neutras.

Deconstrucción del crecimiento de la deuda doméstica del Gobierno y del Banco Central.

(julio 1994 - diciembre 1998)

(en miles de millones de dólares de diciembre de 1998)

Deuda doméstica inicial (julio 1994)	72,5
Deuda doméstica securitizada en diciembre de 1998	266,9
Incremento de deuda securitizada	194,4
Incremento total de la deuda doméstica securitizada o no	229,5
Incremento por rescate de bancos, estados y municipios	146,2
Bancos privados	42,8
Bancos estatales	48
Estados y municipios	43,6
Banco do Brasil	11,8
Incremento por el stock inicial de deuda	53,3
Incremento por la esterilización de las reservas	30

Fuente: Palma, Gabriel. The 1999 Brazilian Financial Crisis: 'Macho Monetarism' in action, *Economic and Political Weekly*, 41, 8, (2006) p.734.

Ver notas al pie de página por información complementaria.²⁰

²⁰ La deuda doméstica inicial (julio, 1994) primero fue transformada en reales de diciembre de 1998 antes de ser expresada en dólares (usando el tipo de cambio de ese mes). La deuda doméstica de diciembre de 1998 fue transformada de reales a dólares también usando el tipo de cambio de ese mes. Todos los demás datos fueron tomados en la moneda local del momento del gasto; luego, se les agregaron los intereses capitalizados hasta diciembre de 1998 (el esquema Ponzi); finalmente, los totales en reales de diciembre de 1998 fueron transformados a dólares de la misma manera en que se hiciera anteriormente. Para calcular el incremento en la deuda doméstica debido a la capitalización del pago de intereses en el stock de deuda inicial (de julio de 1994), los superávits (déficits) primarios fueron primero deducidos (agregados) al stock de deuda inicial antes de agregar el costo de capitalización del pago de intereses; ej.: fue asumido que los

Los flujos de capitales serían muy inestables en este período. En 1994 la crisis mexicana pondría en duda las reformas encaradas por los países latinoamericanos, generando una fuga de capitales hacia países centrales hasta que Estados Unidos presentara un rescate a México y la crisis se estabilizara. Ésto obligaría al BCB a subir fuertemente las tasas de interés hasta un 65% para contener la fuga (ver gráfico en la página anterior). Luego, con el rescate dado a México por parte de los Estados Unidos, los mercados se calmarían y el flujo volvería a ser positivo llegando a triplicarse la inversión extranjera directa para 1996.

En 1997 se produciría una nueva crisis, la del sudeste asiático, que traería el mismo problema, reduciendo el ingreso de capitales de 10.000 millones de dólares en el tercer trimestre a sólo 700 millones el cuarto trimestre. Otra vez, la situación mejoraría sólo un trimestre más tarde, con un ingreso de 10.600 millones de dólares. Cuando se pensaba que éste sería el último escollo surgiría la crisis en Rusia, que haría que se fueran 15.900 millones de dólares en un trimestre, independientemente de que el banco central colocara las tasas por encima del 45%.

Para fin de 1998 el BCB habría perdido la mitad de sus reservas y habría comprometido gran parte de las mismas en operaciones a futuro con el objetivo de mantener la paridad cambiaria quedando pocas opciones más que devaluar. Como resultado de este impacto, a fines de 1998 el estado de Minas Gerais entraría en cesación de pagos, disparando una crisis política que llevaría al BCB a abandonar el tipo de cambio fijo devaluando a principios de 1999 un 72%.

Argentina

A principios de los años 90, luego de finalizada la crisis de deuda de los 80, Argentina implementaría un sistema económico muy parecido al de México y Brasil. En este caso, en lo que respecta al tipo de cambio, se optaría por una solución drástica ya que se establecería un sistema de convertibilidad. La convertibilidad significaría la obligación del Banco Central de la República Argentina de intercambiar 1 peso argentino por 1 dólar estadounidense (y viceversa), ante el sólo requerimiento del mercado. Y además, no podría emitir pesos más allá de su equivalente en dólares.

Hemos visto ya los aspectos teóricos de este tipo de regímenes anteriormente. En el caso de Argentina, como en el de México y Brasil, el principal objetivo sería frenar la hiperinflación que aquejaba al país; en segundo lugar, se buscaría ponerle un punto final al déficit fiscal. La convertibilidad se reforzaría con medidas complementarias en línea con lo propuesto por Williamson como la eliminación de aranceles de importación y

superávits primarios (déficit en 1997) fueron usados para pagar esta parte de la deuda doméstica (como se mencionó anteriormente, estos balances primarios incluían ingresos por privatizaciones). Del costo de esterilizar incrementos en reserva de moneda extranjera fue deducido el interés recibido por reservas de moneda extranjera (expresados en moneda local y asumidos equivalentes a retornos en bonos del tesoro norteamericano. Para más detalles ver Palma (2006).

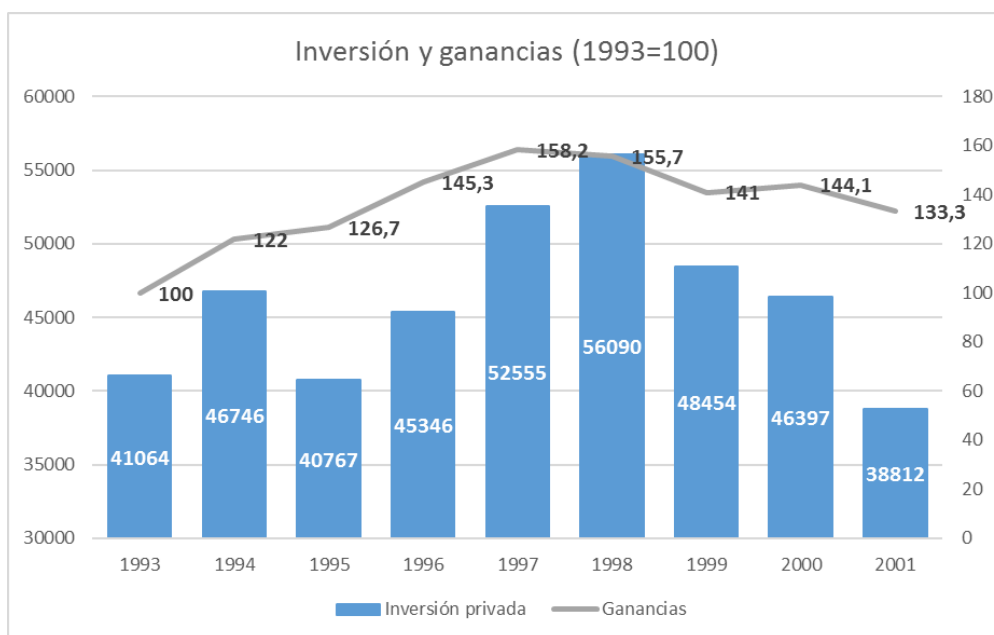
derechos de exportación, (para liberar el comercio), la desregulación, y la privatización de empresas.

Con esto se cumpliría otra de las pautas de Williamson, la búsqueda de competitividad que empuje a la economía a una mayor productividad, favorecida por un ingreso de capitales que inviertan en nuevas tecnologías de manera de reducir los costos de mano de obra entre otros. Costos, que solían ser tan altos, que convertirían particularmente a las empresas estatales en verdaderos elefantes blancos.

Argentina, también se vería afectada por un fuerte influjo de capitales, a causa, por un lado, del financiamiento externo, y por el otro, de la inversión extranjera directa. Hasta 1998 ingresarían más de USD 283.000 de inversión privada, que en su mayoría (41.2%) se destinarían a la importación de maquinaria, haciendo que el sector industrial cobre un dinamismo poco usual llegando en 1998 a incrementar la producción industrial en un 45.7% respecto a 1990. Paralelamente, la productividad por trabajador se movería por encima de la media mundial incrementándose en un 58.5% entre 1991 y 1998.

Desde el punto de vista fiscal algunos autores dividen al período en tres partes, remarcando para la primera (1991-94), el fuerte ajuste en el déficit (1% del PBI) cuando se la compara con el de fines de los 80 (7% del PBI). Entre 1995 y 1997, habría una etapa claramente distinta a la anterior, caracterizada por el fin de la explosión del crecimiento, el traspaso de los fondos previsionales al sector privado desfinanciando al estado, y una disminución de los recursos tributarios debido al alivio que se le daría al sector privado para compensar los efectos de la liberalización del comercio. Este conjunto de cambios daría un aumento del déficit promedio de dos puntos comparados con la etapa anterior. Por último, desde 1998 y hasta 2001 se haría sentir el efecto de las crisis del sudeste asiático y la rusa, mediante un fuerte aumento de las tasas de interés y el estancamiento de la economía, que generaría un fuerte incremento en la diferencia entre lo recaudado y lo gastado por el estado.

En 1999, Brasil, el principal socio comercial de Argentina devaluaría un 42%, afectando seriamente la competitividad del comercio exterior argentino. Por otro lado, los commodities agrícolas, registrarían una caída importante de alrededor del 46% para la soja y el maíz, y 34% para el trigo, si comparamos 2001 con el promedio de 1996-97. Además, la crisis rusa de 1998 provocaría una fuga de capitales de emergentes hacia los países desarrollados que también afectaría a la región, reduciendo las vías de financiamiento. Concretamente, el financiamiento en moneda extranjera disminuiría un 25,5% en 1999 y un 52,8% en el 2000 respecto a 1998.



Fuente: Salvia, Sebastián. The Boom and Crisis of the Convertibility Plan in Argentina. *Brazilian Journal of Political Economy*, 35, 2 (2015) p. 331.

Este conjunto de situaciones conformaría un escenario muy adverso para la economía del país, llevando a que las ganancias de las empresas y la productividad se estancaran. Entre 1998 y 2001, la economía entraría en un proceso deflacionario que llevaría al PBI a bajar hasta un 13.1%. Se produciría una gran cantidad de despidos y una gran precarización laboral mediante la contratación de trabajadores por la vía informal, de manera de poder reducir los salarios.

El déficit financiero característico de esta década, sería financiado como en los casos anteriores, mediante un superávit de la cuenta capital. El Estado, sería el encargado de proveer dólares mediante el endeudamiento para compensar el déficit. Particularmente desde la crisis rusa, las tasas de interés exigidas a la Argentina aumentarían considerablemente, ya que los inversores preferirían llevar su capital hacia los países centrales. El incremento en el stock de deuda se acentuaría notoriamente llevando la relación deuda PBI el 37% en 1997 al 58% en 2001. En su lucha por incrementar la confianza, el gobierno nacional encararía una política agresiva intentando reducir el déficit. Se lanzaría una reforma fiscal en la que se incrementarían las alícuotas de impuestos existentes, se introducirían nuevas tasas como el impuesto a los débitos y créditos, y se privatizaría la gran última empresa del Estado, la petrolera YPF (Yacimientos Petrolíferos Fiscales).

La visión del gobierno, consistía en que la principal causa del freno en la economía sería el déficit fiscal, en lugar de lo apreciado que se encontraba el peso y del poco margen de

maniobra que la convertibilidad dejaba a los agentes para adaptarse a los shocks externos.²¹

Por la fuerte restricción en el crédito se firmaría un acuerdo auspiciado por el FMI llamado “blindaje”. El blindaje proveería al Estado de nuevos recursos para el pago de deuda contraída anteriormente y para enfrentar el déficit fiscal corriente. El préstamo sería por un total de 39.700 millones de dólares y se financiaría a una tasa del 8% anual (contra el 15% que cobraba el mercado). El gobierno esperaría que el acuerdo trajera un repunte en las expectativas de los inversores con la consiguiente baja en la tasa de interés. Momentáneamente, se lograría contener el rojo de las cuentas dentro de los márgenes acordados con el FMI, lo que traería cierta tranquilidad en los mercados, pero no duraría mucho tiempo, ya que el incremento impositivo tendría un efecto recesivo, frenando la economía y comprometiendo la recaudación del Estado. La desconfianza en la sustentabilidad de la convertibilidad, produciría un incremento en el riesgo país llegando este a alcanzar los 1000 puntos en 1999.

Año	Presión tributaria (% del PBI)	Tasa de intereses media (%)	Intereses sobre ingresos tributarios (%)	Prima de riesgo (% prom. Anual)
1991	18,8	s.d.	5,5	9,6
1992	20,8	6,6	8,3	6,9
1993	21,3	5	6	4,9
1994	21,1	5,5	6,9	5,9
1995	20,9	6,1	9,2	12,4
1996	19,6	5,8	9,7	6,5
1997	21	6,7	10,9	3,3
1998	21,4	7,6	12,2	5,8
1999	21,4	8,3	15,9	7,2
2000	21,9	8,9	18,5	11,5
2001	21	9,4	23,4	14,8

Fuente: Damill, M.; Frenkel, R.; Rapetti, M., Op cit; p. 24.

Más adelante se haría un canje de deuda por 30.000 millones de dólares (llamado “Megacanje”) para extender la fecha de vencimiento del capital. Si bien el objetivo sería mejorar el perfil de vencimientos y dar una imagen de solidez al mercado, las altas tasas de interés pagadas pondrían en duda la capacidad de repago.

Ya en 2001, el déficit sería mayor a lo esperado, excediendo incluso el margen acordado. Como consecuencia, el riesgo país volvería a subir pronunciadamente. La situación se tornaría realmente complicada, principalmente por la falta de crecimiento, por eso, el gobierno nacional implementaría un conjunto de medidas heterodoxas para impulsarlo,

²¹ Damill, Mario; Frenkel, Roberto; Rapetti, Martín. 2005, La deuda Argentina: Historia, Default, y Reestructuración, Deuda Soberana, CEDES. p. 24.

basadas en la exención de impuestos y subsidios a las industrias. Luego de un intento de flexibilizar la convertibilidad haciendo que la paridad del tipo de cambio fuera de 1 peso contra un compuesto de 0,5 dólares + 0,5 euros para usos de comercio exterior, el riesgo país volvería a crecer hasta los 1600 puntos por la percepción del abandono de la rigidez cambiaria.

Nuevamente el gobierno intentaría convencer a los mercados yendo a políticas ortodoxas. En esta oportunidad, se sancionaría la ley de déficit cero, que establecería que el resultado fiscal debería ser al menos neutro, incluyendo en el cálculo los intereses de la deuda. Ésto implicaría una nueva ronda de ajustes; se efectuaría un recorte en salarios estatales y jubilaciones del 13%. Claramente su implementación tendría un efecto recesivo. El PBI caería un 4,9% en el tercer trimestre del 2001 y el mercado se pondría muy nervioso elevándose el riesgo país hasta los 2400 puntos a principios de noviembre.

La caída del PBI tendría impacto en la recaudación impositiva tornando imposible cumplir la ley de déficit cero, y ésto se traduciría en una pérdida de confianza definitiva manifestándose a partir de octubre mediante una corrida cambiaria y fuga de depósitos. El gobierno perdería las elecciones legislativas del mismo mes debilitándose fuertemente contra la oposición. El cuarto trimestre registraría una caída del PBI del 10.5% interanual, y ya la presión sobre las reservas se volvería insostenible, a punto tal que el 3 de diciembre se implementaría la prohibición de retirar depósitos en efectivo mayores a 250 pesos / dólares semanales y hacer transferencias al exterior que no sean las de comercio exterior (corralito). Esta situación sería intolerable para la población y los días previos a la navidad, se produciría una revuelta popular que terminaría con la gente en la calle pidiendo la renuncia del presidente, una crisis política sin precedentes; y cinco presidentes en una semana.

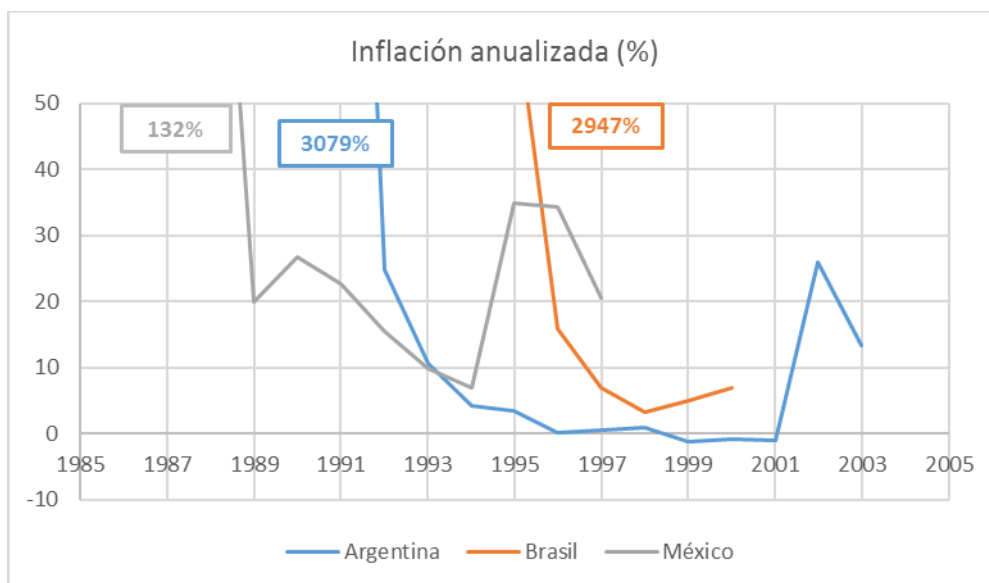
Los 90 vistos en forma transversal

Hasta aquí hicimos un resumen histórico de lo sucedido en la década de los 90 para los tres países en cuestión. Haremos ahora una comparación transversal de los mismos para intentar dilucidar las características comunes y las particularidades de cada caso.²²

Hemos visto que uno de los principales motivos por el cual se aplicarían las políticas del “Consenso de Washington” sería la búsqueda de terminar con un período hiperinflacionario que tanto desgaste y descontento social habría traído a fines de los 80. En el siguiente gráfico podemos apreciar que en ese sentido este tipo de políticas resultaría exitoso.

²² Recordemos para el análisis siguiente que el período de convertibilidad en México sería de 1988 a 1994. En Brasil de 1994 a 1998, y en Argentina de 1991 a 2001.

Inflación



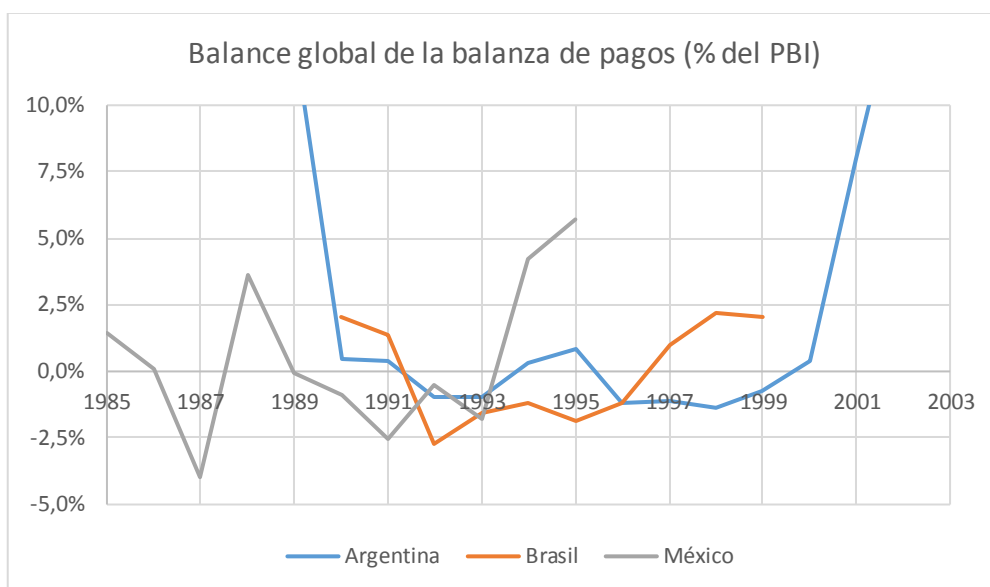
Fuente: Elaborado con datos de: Naciones Unidas, Anuario estadístico de América Latina y el Caribe. Nueva York: Naciones Unidas, 1985-2002.

En el caso de México, se ve como después de una inflación que llegaría a alcanzar el 131,8% en el año 1987, se estabilizaría en torno al 20-25% a principios del período. Aunque aún sería un valor alto, se lograría contenerla y hacerla descender progresivamente en los años posteriores hasta alcanzar el 7% en 1994. Los casos de Brasil y Argentina resultarían aún más evidentes. Brasil llegaría a registrar un pico de 2947,7% en el año 1990 para descender al 66% el primer año del Plan Real (recordemos que el Plan Real se implementaría entrado 1994), y alcanzaría el mínimo de 3,2% en 1998. Por el lado de Argentina tenemos una baja desde el 3079,8% en 1989 a una deflación del 1,1% en 2001, último año antes de la crisis.

De la gráfica podemos deducir lo siguiente: a) como dijimos, no hay duda del éxito que tendría un régimen de tipo de cambio rígido en estabilizar el índice de precios al consumidor. b) El descenso se produciría en forma abrupta al inicio del período, y de forma progresiva a medida que se iría entrando en el período. c) En el caso de Argentina, que sería el más extenso (10 años contra 6 de México y 4 de Brasil), se ve como incluso se llegaría a tener una economía en deflación, aún con los intentos de impulsar el crecimiento aplicados por el país en el año 2000. Mirando en detalle, se puede apreciar cómo se frenaría abruptamente esta magnitud en los años posteriores a la crisis mexicana, y cómo se entraría en deflación los años posteriores a la crisis del sudeste asiático, rusa, y brasilera.

Podemos concluir de todo esto, que este tipo de régimen monetario traería una imposibilidad de reaccionar ante los shocks externos debido a la falta de flexibilidad, induciendo a la economía a entrar en un proceso deflacionario que traería consecuencias en el crecimiento.

Balanza de pagos



Fuente: Elaborado con datos de: Naciones Unidas, Anuario estadístico de América Latina y el Caribe. Nueva York: Naciones Unidas, 1985-2002.

Otra característica muy importante del período sería el optimismo con que los inversores tomarían los cambios implementados por los países emergentes. Esto lo podemos observar en la evolución de la balanza de pagos. La crisis de los 80 tuvo un impacto muy negativo en la región, llegando al momento cúlmine con una fuga de capitales,²³ y un déficit en la balanza. Sin embargo, las expectativas de cambios harían que el flujo se revirtiera rápidamente establecido el nuevo régimen de tipo de cambio. (En el caso de Brasil se adelantaría por los rumores de un acuerdo de reestructuración de la deuda).

Es característico en los tres casos como el flujo positivo se mantendrían mientras durara la confianza. Sin embargo, en 1993, el inicio del ciclo de suba de tasas por parte de la FED, haría que el flujo se revirtiera debilitando las reservas del Banco de México, y poniendo presiones devaluatorias sobre el tipo de cambio, haciendo colapsar al peso mexicano a fines de 1994. El estallido de la crisis mexicana pondría en duda la viabilidad de las reformas implementadas en los demás países, por eso, durante 1994 y 1995 los emergentes afrontarían una fuga de capitales.

Ya en 1996, la confianza se habría reestablecido, y los capitales ingresarían nuevamente, sin embargo, Brasil no podría sobrellevar el nivel elevado de tasas de interés del Banco do Brasil. Crisis del sudeste asiático de por medio, el mercado empezaría a desconfiar de la solidez del Plan Real y los capitales irían a buscar refugio en un lugar seguro. Además, se desataría la crisis rusa acelerando este proceso. Ésto pondría en jaque al Banco Central do Brasil exigiéndole quemar reservas para sostener el tipo de cambio rígido. En enero

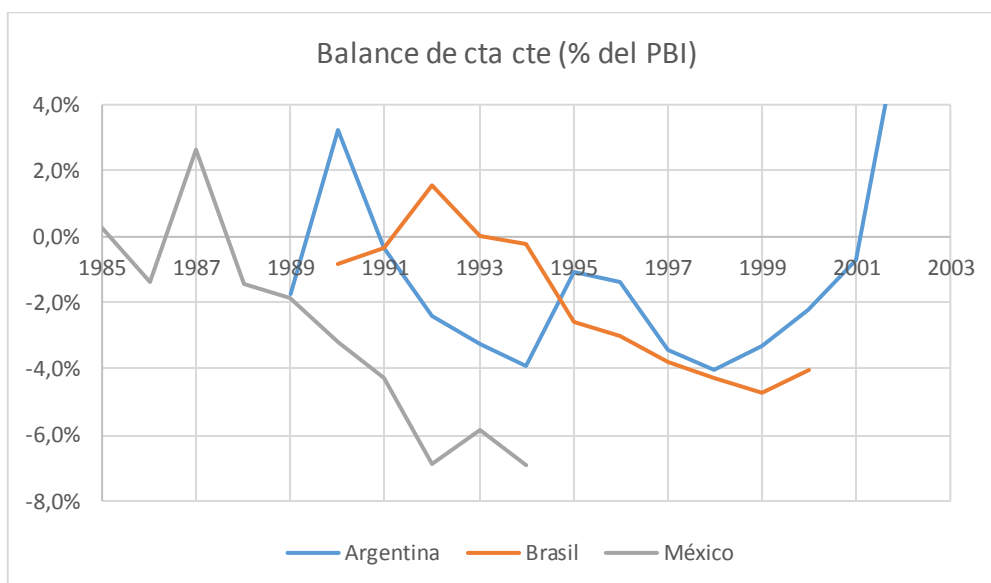
²³ Con la intención de no ser redundante, no mostramos aquí la evolución de la cuenta capital. Las afirmaciones hechas aquí se pueden observar comparando los gráficos de la balanza de pagos, y la balanza de cuenta corriente.

de 1999, ya le sería imposible continuar de esa manera y se vería obligado a dejar flotar el Real.

Argentina no sería la excepción, aunque en este caso, el debilitamiento comenzaría con la flotación del Real. Recordemos que Brasil sería su principal socio comercial. La devaluación de esa moneda haría que la principal potencia de América del Sur se volviera muy competitiva en sus exportaciones. La rigidez de la paridad 1 peso igual a 1 dólar no permitiría que las industrias y servicios argentinos pudieran asimilar el shock. El mercado tomaría nota de este asunto y los capitales empezarían a emigrar. Como vimos anteriormente, esta situación se podría sostener hasta 2001, cuando el FMI le soltara la mano a Argentina, y ésta no podría soportar las presiones para devaluar. El 7 de enero de 2002 Argentina abandonaría formal y definitivamente la convertibilidad.

De lo expuesto aquí podemos concluir dos cosas, por un lado, que una rigidez en el tipo de cambio imposibilita amortiguar los shocks externos adversos a economías de este tipo. En segundo lugar, la vulnerabilidad de estos países a los flujos de capitales. En los tres casos la política monetaria adoptada se podría sostener mientras los flujos de capitales fueran favorables. Una vez que se produjera la reversión, les sería imposible a los bancos centrales sostener la paridad y la caída de la convertibilidad sería cuestión de tiempo.

Balance de cuenta corriente

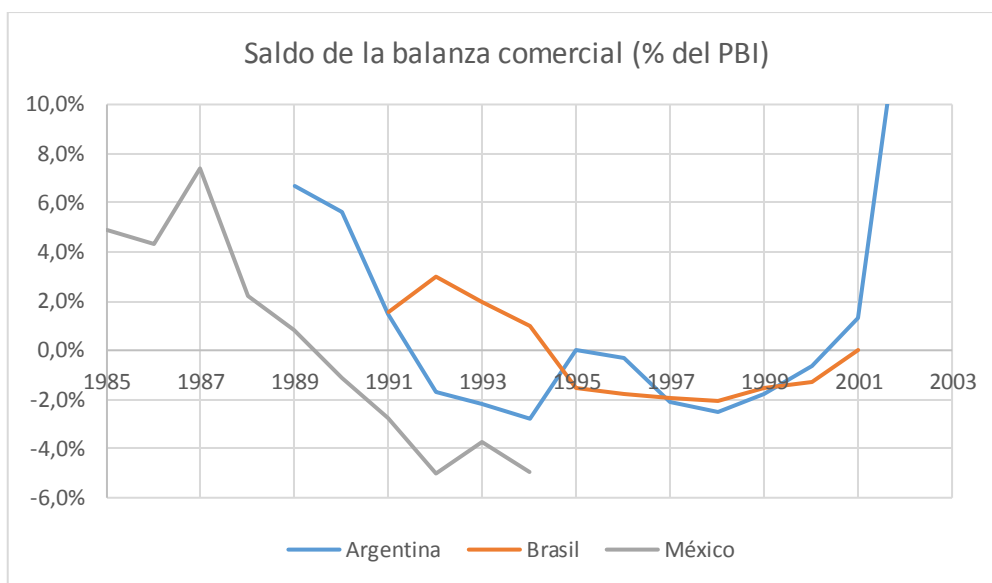


Fuente: Elaborado con datos de: Naciones Unidas, Anuario estadístico de América Latina y el Caribe. Nueva York: Naciones Unidas, 1985-2002.

Es muy evidente, como en los tres casos el año anterior (o a lo sumo dos antes) a la implementación de la convertibilidad la cuenta corriente registraría un saldo positivo cercano al 2% del producto bruto interno producto de lo devaluada de la moneda; y, ni bien comenzado el nuevo período, la ecuación se daría vuelta dando un saldo negativo que se incrementaría año a año hasta producidas las respectivas crisis. El saldo promedio del período resultaría -4,3%, -2,8%, y -2,4% para México, Brasil y Argentina respectivamente, en tanto el valle: -6,9%, 4,7%, y 4,0%.

Esta evolución, se explica principalmente como un deterioro de la balanza comercial, que en los cinco años anteriores a la nueva etapa marcaría un saldo positivo promedio del 6.8%, 2.2%, y 3.7%, contra uno del -2.1%, -1.3% y -1.0% (siempre respetando el orden México, Brasil, y Argentina). El déficit en la cuenta corriente, sería compensado por un superávit en la cuenta capital, producto de los dólares frescos que ingresaban a la economía ya sea como inversión genuina o como préstamos tanto al sector público como al privado.

Del gráfico anterior, podemos comprender la importancia que tendrían los flujos de capitales positivos para sostener el régimen monetario. Tal vez los mercados podrían demasiadas expectativas en las reformas efectuadas, volviendo sin querer a las economías dependientes del optimismo de los mercados. También se podría decir que los gobiernos no sabrían identificar esta debilidad, o, creerían que se podría corregir fácilmente.



Fuente: Elaborado con datos de: Naciones Unidas, Anuario estadístico de América Latina y el Caribe. Nueva York: Naciones Unidas, 1985-2002.

Balanza comercial

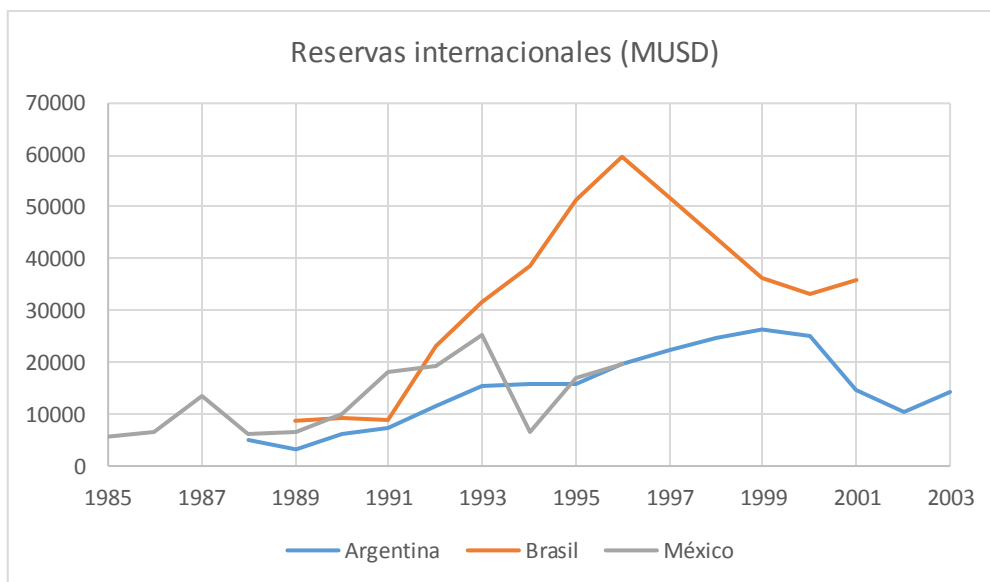
Particularmente, en lo que respecta a la balanza comercial, queda de manifiesto que el deterioro se debería a una suba en las importaciones, y en el caso particular de México también a una caída en las exportaciones. El nivel de exportaciones promedio de los 5 años anteriores al nuevo régimen sería 17.4%, 8.4%, y 9.9% del PBI, contra una media de 13.2%, 7.6%, y 9.0% de la nueva era. En cambio, las importaciones de los 80 serían 10.6%, 6.2% y 6.2% contra 15.3%, 8.9% y 10.0%.

Esta evolución no sería casualidad, recordemos que en el período que nos interesa, no solamente se implementaría un tipo de cambio rígido para contener a la inflación, sino que habría una eliminación de aranceles de importación y de barreras paraarancelarias que actuarían en el mismo sentido. La apertura de los mercados constituiría un factor clave en la maximización del poder adquisitivo del salario empujando hacia la baja al índice de precios al consumidor.

Reservas internacionales

Al no ser las economías latinoamericanas países estables en el tiempo, y además por venir de hiperinflaciones, los agentes económicos pondrían gran atención al stock de reservas del Banco Central como garantía de sostenibilidad del tipo de cambio y por lo tanto del valor de la moneda local. El stock de reservas se comportaría en forma pro-cíclica, cuando reinara el optimismo, se produciría el ingreso de dólares a través de la cuenta capital y, en consecuencia, un crecimiento del stock. Pero, cuando comenzara el ciclo de alzas de tasa de interés, y por lo tanto la salida de capitales, el Banco Central quedaría en una posición cada vez más débil. Eso, pondría en dudas la sostenibilidad de la paridad cambiaria, y retroalimentaría la desconfianza.

Es por eso que en los tres casos el abandono de la paridad se produciría luego de que ataques especulativos al central, disminuyeran las reservas hasta un nivel peligroso a partir del cual no se podría sostener más el régimen. El gráfico siguiente nos permite ver la gravedad del problema. México vería su stock reducido en un 75% en tan sólo un año. El caso de Brasil sería más gradual, la baja comenzaría tres años antes de la crisis y terminaría tres años después con un retroceso total del 45%. Finalmente, Argentina también sentiría el impacto con una disminución del orden del 60% partiendo desde un máximo de 26.000 millones de dólares en 1999 y terminando cerca de los 10.000 millones en 2002. Es importante destacar en este último caso, que la fuga y luego el posterior retorno se verían amplificadas por la crisis y recuperación del estallido de la burbuja de las “punto com”.



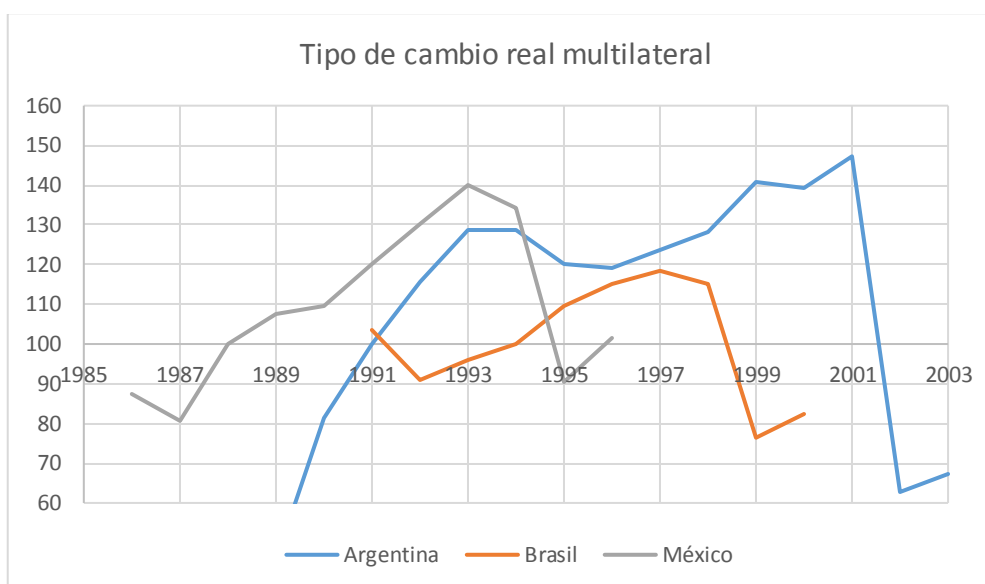
Fuente: Elaborado con datos de: World Bank, *World Development Indicators* [en línea]. Nueva York. < <http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?source=world-development-indicators> > World Data Bank, [consulta: 3 ago 2016].

Competitividad cambiaria

Ya hemos hablado del atraso cambiario común a los tres países en este período. En el gráfico siguiente podemos apreciarlo a través de la evolución del tipo de cambio real

multilateral. Es notorio como en los tres casos, una vez fijada la paridad, el tipo de cambio quedaría rápidamente atrasado. Claramente queda en evidencia que se trataría de un efecto acumulativo hasta que la situación se tornara insostenible y se produjera el colapso de la economía.

México comenzaría con un atraso de 7 puntos porcentuales que bajaría en el segundo año a sólo 2.5%, pero luego se volvería a acelerar para alcanzar una velocidad de 10 puntos anuales hasta el año de la crisis. Dicha economía llegaría a registrar un atraso máximo del 40% en 1993. En el caso de Brasil el efecto sería menor, ya que superado el primer año con una apreciación del orden del 9%, la tasa de apreciación se iría reduciendo paulatinamente hasta llegar a un atraso máximo del 18.4% en 1997. Por último, Argentina sería quien más sufriría este problema, en primer lugar, se cometería el error de fijar la paridad inicialmente con cerca de un 20% de atraso. Una vez alcanzado el 30% en los dos primeros años, a diferencia de los casos anteriores se produciría una meseta que duraría hasta el año 1998 (5 años), a partir de ahí, la devaluación del real (recordemos nuevamente la importancia del intercambio comercial con Brasil), el tipo de cambio real multilateral se apreciaría hasta un máximo del 47,2% en 2001 justo antes de la crisis.



Fuente: Elaborado con datos de: (Brasil y México): World Bank, *World Development Indicators* [en línea]. Nueva York. < <http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?source=world-development-indicators> > World Data Bank, [consulta: 13 jul 2016].
(Argentina): Dabós, Marcelo; Espert, José Luis; Vignoli, Guido. 2015, Determinantes del tipo real de cambio en la Argentina: una aproximación empírica 1961-2014.

Cuando comparamos este gráfico con el de la balanza comercial vemos la interdependencia de ambos a tal punto, que los gráficos parecen espejados uno con el otro. Es importante remarcar, que la conexión Argentina - Brasil haría que el efecto del atraso cambiario quede neutralizado en la balanza comercial hasta desatada la crisis brasilera. Luego, Argentina empezaría a sentir el efecto a través de una avalancha de importaciones.

Salarios y productividad

En este caso, para una mejor apreciación dividiremos la información por país. Comenzando por México podemos ver la evolución positiva de la productividad como consecuencia de las reformas implementadas. Las barras muestran cómo iría incrementándose año tras año desde una zona de 1,0 en los años 80 hasta llegar al valor de 1,3 en 1994. Ésto se debería principalmente al aumento del PBI de origen manufacturero en torno al 30%. Como contrapartida, los altos niveles de inflación de los primeros años (alrededor del 20%), junto con la paridad nominal del tipo de cambio obligaría a un aumento de los salarios en dólares para mantener estable el salario real, provocando un aumento en los costos laborales hasta que fuera finalmente licuado por la devaluación de fines de 1994. El aumento de la variación del salario en dólares (106%), por encima de la productividad tendría un efecto perjudicial en la competitividad llevando a los sectores productivos a una situación complicada.



Fuente: Elaborado datos de World Bank, CEPAL, CEFP.,²⁴

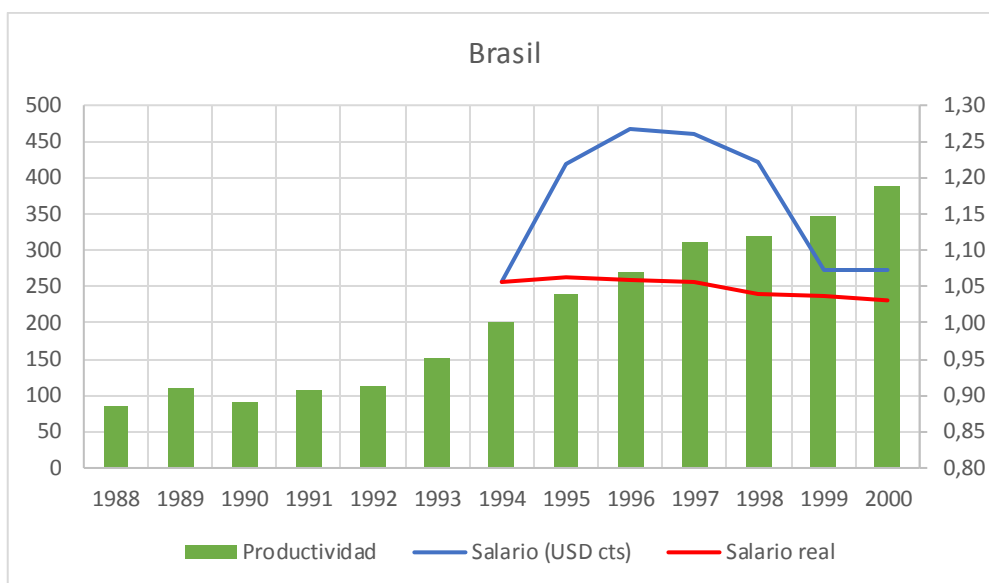
Productividad (base 1988 = 1); salarios en dólares constantes de 1988; salario real base 1988.

Brasil también obtendría un importante aumento de la productividad del 12% durante la implementación del Plan Real, (que si se mide respecto de los niveles de los 80 alcanzaría el 24%). La suba se justificaría en su totalidad por el incremento del PBI manufacturero por trabajador ocupado, explicándose mínimamente por la variación en el nivel del empleo. Pero, como en el caso de México, los altos niveles de inflación obligarían a elevar un 80% los salarios nominales en dólares para evitar la pérdida del poder adquisitivo del

²⁴ World Bank, *World Development Indicators* [en línea]. Nueva York. <<http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?source=world-development-indicators>> World Data Bank, [consulta: 13 jul 2016]. Naciones Unidas, Anuario estadístico de América Latina y el Caribe. Nueva York: Naciones Unidas, 1985-2002.

Cámara de Diputados (México). Indicadores y Estadísticas (Macroeconomía) [en línea]. CEFP (Centro de Estudios de Finanzas Públicas). <http://www.cefp.gob.mx/Pub_Macro_Estadisticas.htm>, CEFP, [25 julio 2016]

salario, más que compensando e incluso llevando lo ganado por la vía de la productividad bien adentro del terreno negativo.



Fuente: Elaborado con datos de World Bank, CEPAL, IGBE, Investing.com.²⁵
Productividad (base 1988 = 1); salarios en dólares constantes de 1988; salario real base 1988.

Por último, Argentina no sería la excepción, en primer lugar, la recuperación de la demanda post crisis produciría un importante incremento en el PBI manufacturero que ayudaría a recuperar productividad, el aumento sólo por esta causa sería de alrededor del 30% respecto del pico de la crisis (1989). Luego como consecuencia de las inversiones del sector privado, se lograría un incremento de un 20% adicional hasta el valor máximo alcanzado en 1998. En otro sentido, se lograría una gran eficiencia del lado del empleo, ya que durante los primeros tres años de la presidencia de Carlos Menem, tendría lugar una serie de privatizaciones de empresas públicas como ferrocarriles, siderúrgicas y de servicios, que dejarían sin trabajo a muchas personas. El factor empleo explica aquí cerca de 5 puntos de productividad. Luego, este factor se mantendría más o menos estable.

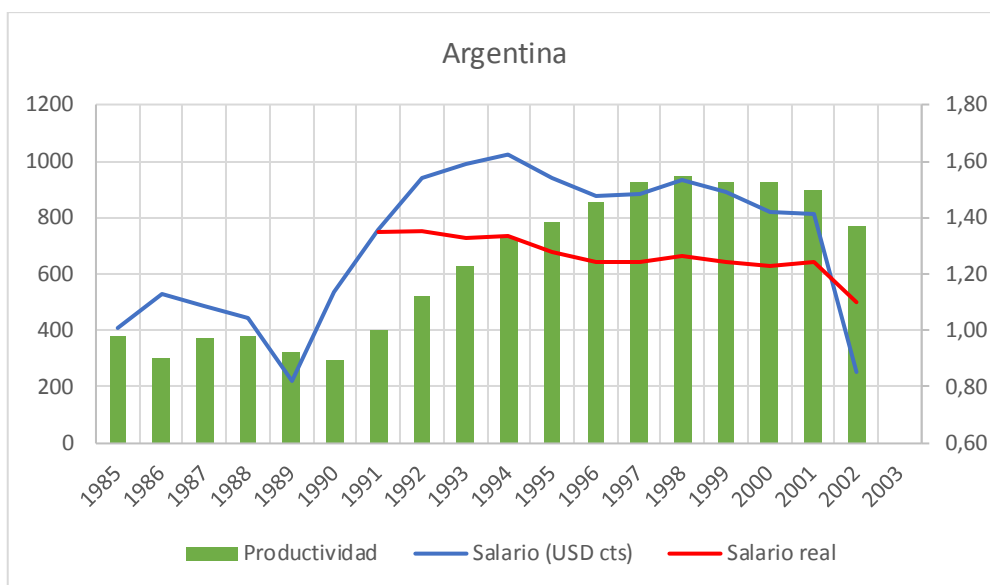
La evolución del salario en dólares constantes sería similar a los casos anteriores, con un arranque alcista también desde el pico de la crisis. Tomando como referencia un valor promedio de fines de los 80, el salario aumentaría hasta un 111% en 1994 también neutralizando cualquier ganancia en productividad, para luego descender gradualmente

²⁵ World Bank, *World Development Indicators* [en línea]. Nueva York. <<http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?source=world-development-indicators>> World Data Bank, [consulta: 13 jul 2016]. Naciones Unidas, Anuario estadístico de América Latina y el Caribe. Nueva York: Naciones Unidas, 1985-2002.

IBGE (Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística), “Rendimento médio mensal de todos os trabalhos das pessoas ocupadas com rendimento do trabalho” [en línea]. IGBE, 2008. <<http://seriesestatisticas.ibge.gov.br/series.aspx?no=7&op=0&vcodigo=FDT800&t=rendimento-medio-mensal-todos-trabalhos-pessoas>>, [consulta: 25 julio 2016]

Investing.com. Currencies USDBRL [en línea]. Investing.com: julio 2016. <<http://www.investing.com/currencies/usd-brl>>. [Consulta: 25 julio 2016].

hasta la crisis del 2001. En tanto, el salario real se mantendría estable desde el inicio de la convertibilidad alcanzando su punto máximo al comienzo de ella y descendiendo levemente año tras año hasta producido el colapso al final de la década.



Fuente: Elaborado con datos de World Bank, CEPAL, (Graña y Kennedy, 2008).²⁶
Productividad (base 1988 = 1); salarios en dólares constantes de 1988; salario real base 1988.

Desempleo

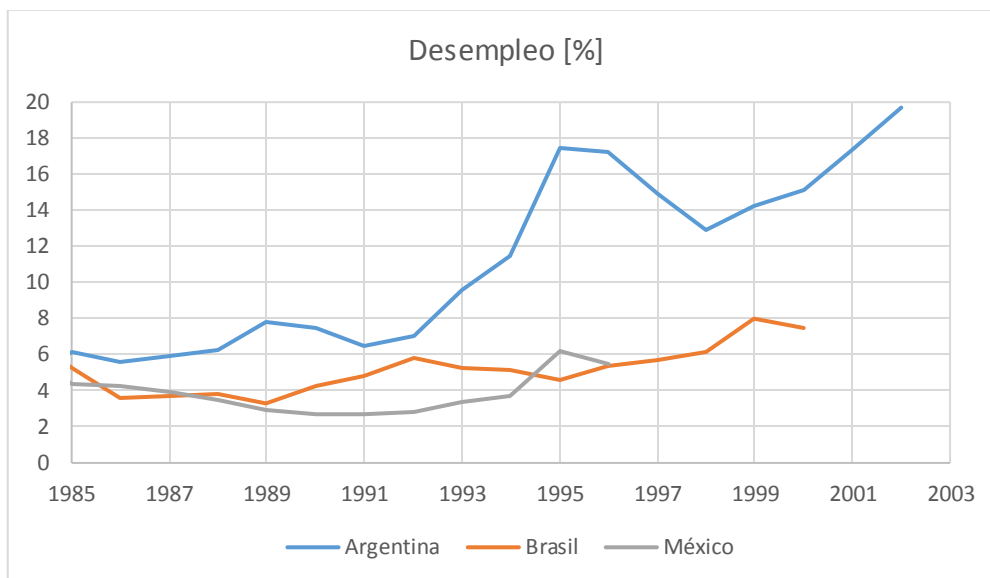
Podemos también ver los síntomas a través de la gráfica de la evolución del desempleo. Aquí si encontramos resultados dispares. México vendría de un desempleo promedio del 5% los 5 años anteriores a las reformas. La tasa descendería en forma continua hasta un mínimo de 2,7% en 1990 y 1991. Luego, si comenzaría a ascender ininterrumpidamente hasta que luego de estallada la crisis se registrara un valor del 6,2%. El valor promedio del período sería de 3,1%. En cambio, Brasil y Argentina tendrían una tasa correlacionada inversamente con el tipo de cambio multilateral. Los cinco años anteriores al plan real, el desempleo promedio sería del 4,8% contra un 5,4% durante el plan real con un pico del 8% el año en que se abandonara el plan. Argentina vendría de un promedio del 6,5%, y transitaría el período de la convertibilidad con un promedio del 13,1% y un pico del 17,5% en 1995. Luego de estallada la crisis llegaría incluso a perforar el 19%.

La causa de la alta destrucción del empleo la podemos encontrar en dos momentos. Al principio del período producto de un proceso de privatizaciones de empresas públicas que serían ineficientes, y que cuando pasaran a manos privadas, harían una gran reducción de

²⁶ World Bank, *World Development Indicators* [en línea]. Nueva York. < <http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?source=world-development-indicators> > World Data Bank, [consulta: 13 jul 2016]. Naciones Unidas, Anuario estadístico de América Latina y el Caribe. Nueva York: Naciones Unidas, 1985-2002.

Graña, Juan M.; Kennedy, Damián. 2008, Argentina 1947-2006, Documentos de trabajo en Salario, Costo Laboral y Productividad, 12, Instituto de Investigaciones Económicas – Universidad de Buenos Aires / Centro de Estudios sobre Población, Empleo, y Desarrollo.

personal. Luego, el atraso cambiario y la liberalización del comercio serían demasiado para las empresas pequeñas y medianas (industria de mano de obra intensiva), que no podrían hacer frente a las importaciones de China y el sudeste asiático. Por eso durante este período se registrarían numerosos cierres de fábricas.

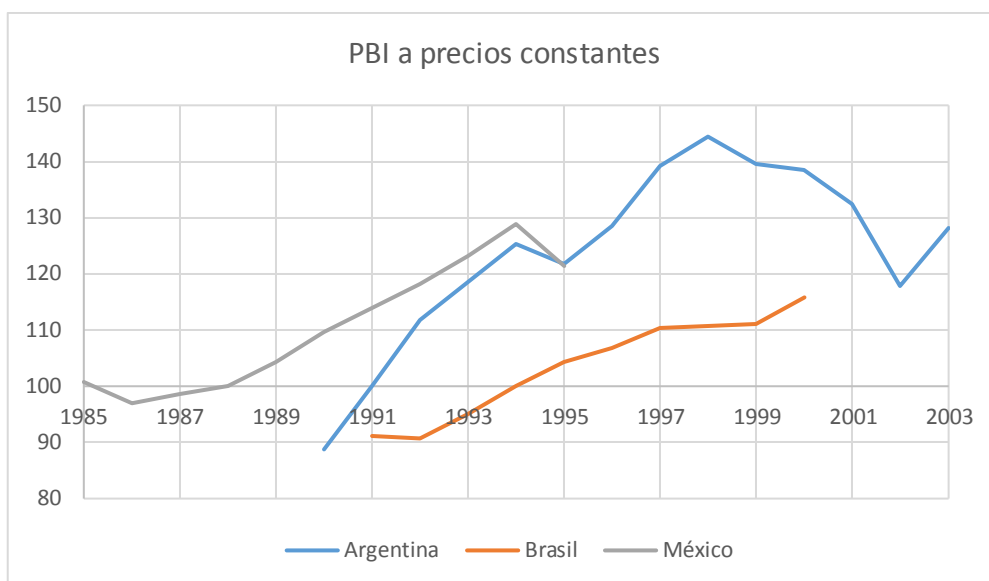


Fuente: Elaborado con datos de: Naciones Unidas, Anuario estadístico de América Latina y el Caribe. Nueva York: Naciones Unidas, 1985-2002.

Trayendo el punto de la liberalización de comercio que planteamos al hablar de la inflación, llegamos a la conclusión de que el efecto conseguido no sólo no sería el esperado, sino que contraproducente. No sólo no se generaría una mejora en la competitividad de los agentes productivos (siempre hablando de industrias pequeñas y medianas) sino que sería un factor clave para la destrucción del empleo. Adicionalmente, en el caso de Argentina en particular, se produciría un retorno al alza de la tasa de desempleo producto del incremento de importaciones por la devaluación de Brasil según lo visto anteriormente.

Tamaño de la economía

Los efectos negativos mencionados en el párrafo anterior, quedarían parcialmente tapados por una expansión en el producto interno bruto. El PIB a precios constantes crecería en forma continua, y, si bien la tasa no sería importante, comparada con el crecimiento de la “década perdida” sería bastante mayor. México lo haría a un 3,6% anual contra un 1,9% de los 80. La serie se mantendría bastante estable a lo largo del período obteniendo la menor fluctuación de las tres; Brasil tendría valores similares en ambos períodos, 3,1% vs 3,0%, 1994 registraría un fuerte rebote producto de la entrada de capitales como consecuencia del cierre del default dando un crecimiento del 5,3%. Luego, el crecimiento sería siempre positivo, aunque iría disminuyendo.



Fuente: Elaboración propia con datos de: International Monetary Found, World Economic Outlook Database [en línea]. Nueva York. < <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2016/01/weodata/index.aspx> > International Monetary Found, abril 2016, [13 julio 2016].

Es notable en el caso de Brasil que, a pesar de la crisis, en ningún momento el PBI pasaría a terreno negativo. Por último, Argentina presentaría la mayor diferencia, 3,5% vs una baja del 0,9%. En el caso de Argentina, el PBI crecería un 10,5% y 10,3% los dos primeros años luego de la recesión debido a un efecto rebote que se prolongaría por dos años más, luego en 1995 sentiría el efecto de la crisis mexicana mediante una contracción de 3,5% del producto, para retomar la senda alcista entre 1996 y 1998 con +5,8% promedio. Finalmente, luego de la devaluación del real, volvería a terreno negativo para (a un ritmo del 2,9% anual promedio), llevar a la crisis que terminaría con el régimen tres años adelante.

Resultado fiscal

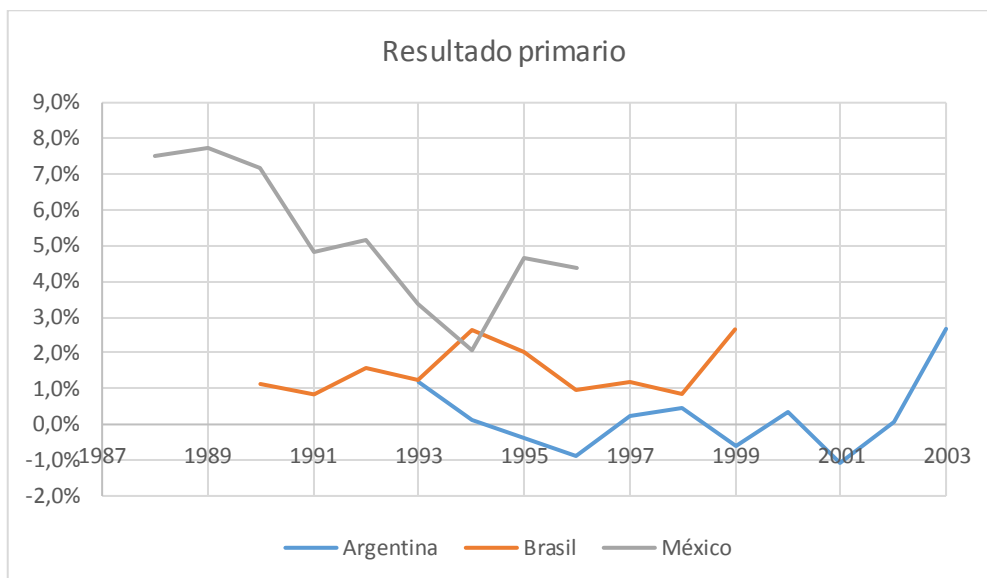
Anteriormente hemos dicho que uno de los principales motivos que impulsarían la reforma sería ponerle un coto al gasto del estado de manera de poder controlar la emisión y consecuentemente la inflación. En ese sentido vamos a analizar en primera instancia la evolución del resultado primario en cada país.

Es notable el éxito que tendrían los tres países en equilibrar las cuentas primarias, por lo que se puede decir que el resultado del proceso de privatizaciones sería exitoso. Adicionalmente, México produciría un fuerte recorte en los gastos relacionados con los social (salud, vivienda, educación), e impulsaría una reforma tributaria (bajaría la alícuota del impuesto a las ganancias para personas físicas y jurídicas del 42% al 35%; reduciría el IVA del 20% al 15% y luego al 10%, y se haría una ley de blanqueo de capitales), que facilitaría el ingreso de capitales mejorando la actividad y la recaudación. Todo este paquete haría que consiguiera un superávit primario mayor al 7% los primeros 3 años, cayendo abruptamente hasta el 2% en 1994.

Argentina ejecutaría reformas en la misma línea en cuanto al gasto, y se vería fuertemente beneficiada por la baja abrupta de la inflación, que deterioraba la recaudación. Como Argentina tendría sus ingresos muy vinculados al nivel de actividad por la fuerte

dependencia de éstos de las cargas sociales y el valor agregado, su posición sería más débil especialmente a partir de la desaceleración del crecimiento luego de la crisis de 1994. En consecuencia, el resultado primario alternaría subas y bajas alrededor del punto de equilibrio, manteniéndose en un rango de +/- 1%.²⁷

Finalmente, Brasil si bien intentaría achicar el déficit, no haría cambios trascendentales más allá del proceso de privatizaciones. Manteniendo un saldo positivo entre el 1% y 3% anual.



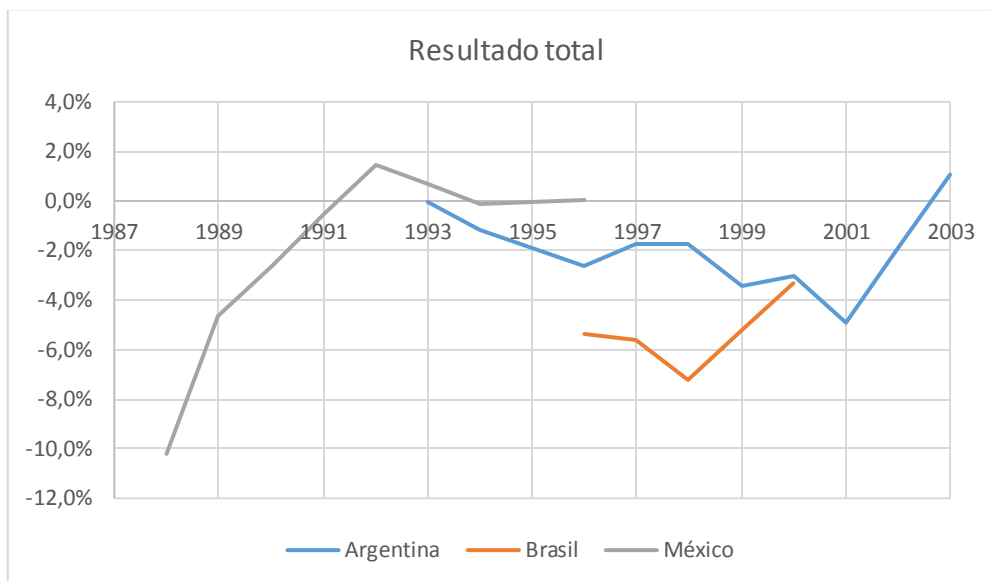
Fuente: Elaborado con datos de: Argentina y Brasil: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database [en línea]. Nueva York. <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2016/01/weodata/index.aspx>>, International Monetary Fund, abril 2016, [27 julio 2016]. México: Elaboración propia con datos de: INEGI, Instituto Nacional de Estadística, Geografía e Informática, *Anuario Estadístico de los Estados Unidos Mexicanos*. Aguascalientes: INEGI, 1985-1994.

El gran problema en los tres casos sería el pago de intereses de la deuda. México comenzaría el período con una carga de intereses altísima, que iría disminuyendo progresivamente (en parte gracias a que lo recaudado por la venta de empresas estatales se utilizaría para la recompra de títulos públicos, y en otra medida por la negociación de deuda y la baja de intereses post plan Brady). Por ello, a pesar del deterioro progresivo del resultado primario, el resultado total se mantendría positivo o neutro a partir de 1991. Miguel de la Madrid le entregaría el mando a Salinas de Gortari con un desastroso -10,2% de resultado total, el cual mejoraría rápidamente hacia 1991, y como dijimos llegaría a 1994 estable.

Argentina, comenzaría con un bajo déficit total, pero con el incremento progresivo de la deuda pública, y especialmente con el alza de las tasas de interés post crisis rusa, llegaría

²⁷ Damill, Mario; Fanelli, José María; Frenkel, Roberto. De México a México: El Desempeño de América Latina en los Noventa. *Desarrollo Económico*, 36, (1996) p. 59.

a finales de década en una situación realmente complicada. A tal punto que se terminaría la confianza de los inversores y el FMI le soltaría la mano desembocando en una crisis de deuda en 2001. El resultado total de Argentina se iría deteriorando en forma casi continua desde el equilibrio de 1993 hasta los cinco puntos negativo de 2001, sin que la ley de déficit cero ni ninguna medida similar pudiera evitarlo. Brasil enfrentaría los costos más altos en cuanto a intereses de deuda. Éste sería el resultado de una política de tasas de interés súper agresiva para evitar el desarrollo de una burbuja. Si bien no hay datos para 1994 y 1995, los tres años restantes registrarían un promedio de 6,1% de déficit, que, aunque se trataría de una cifra muy elevada, no sería el causante del fin del plan Real.

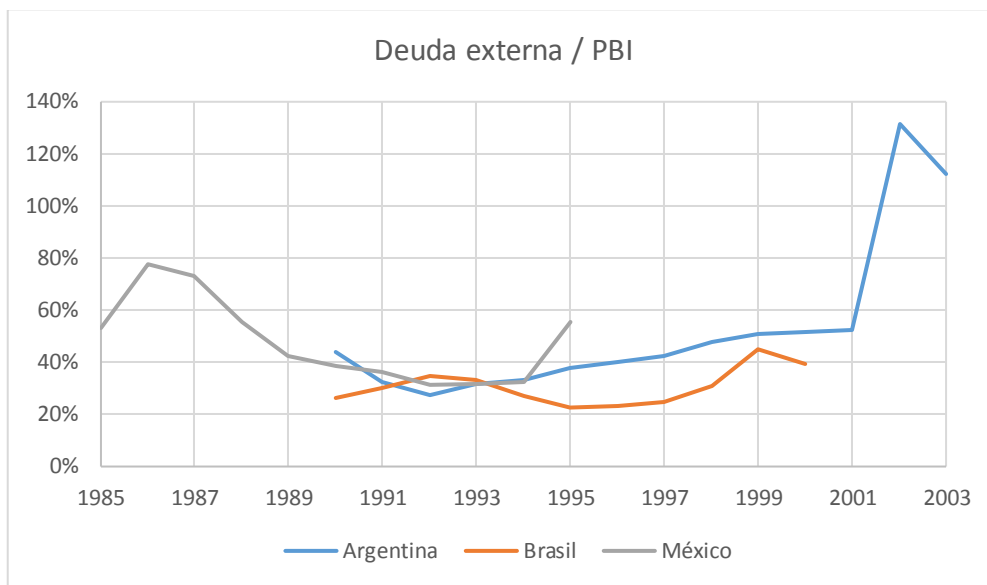


Fuente: Elaborado con datos de: Argentina y Brasil: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database [en línea]. Nueva York. <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2016/01/weodata/index.aspx>>, International Monetary Fund, abril 2016, [27 julio 2016]. México: Elaboración propia con datos de: INEGI, Instituto Nacional de Estadística, Geografía e Informática, *Anuario Estadístico de los Estados Unidos Mexicanos*. Aguascalientes: INEGI, 1985-1994.

Deuda pública

Sería trascendental para la reducción del ratio Deuda/PBI que se observa en el comienzo de la época estudiada, la reestructuración implementada a través del Plan Brady, que incluiría un sinceramiento en los montos a pagar a través de una importante quita. De lo contrario, los altos déficits fiscales del final de la época anterior hubieran hecho imposible cualquier intento de encauzar los números. Tanto México como Brasil lograrían mantener este ratio estable en torno al 35% y 26% respectivamente, y a la baja en un principio, con un viraje al alza a medida que se acercara la crisis. Argentina, en cambio, comenzaría una tendencia alcista en esta relación casi desde el principio de las reformas. Ello se explica por el ajustado resultado primario que no le permitiría licuar los intereses en el crecimiento del PBI.

En los tres casos, el colapso del régimen del tipo de cambio rígido llevaría a un incremento abrupto en dicha relación. Sin embargo, el caso de Argentina sería sustancialmente mayor, producto del cierre de las líneas de crédito luego de que el FMI decidiera retirarle la ayuda. México en cambio, recibiría asistencia del Tesoro de los Estados Unidos, y Brasil, un préstamo del FMI en noviembre de 1998 justo antes de la devaluación, que le permitiría transitar el cambio con algo de tranquilidad.

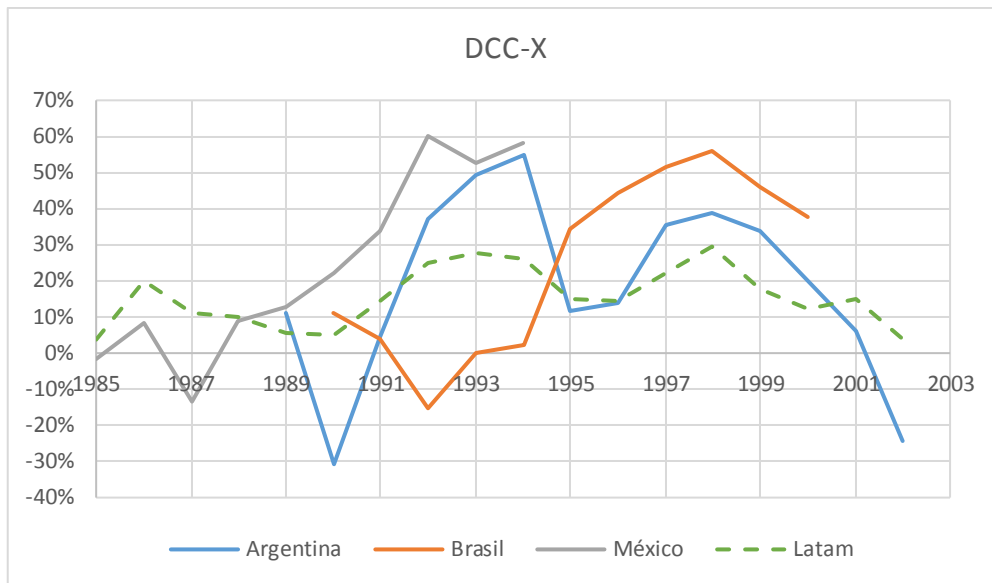


Fuente: Elaborado con datos de: Naciones Unidas, *Anuario estadístico de América Latina y el Caribe*. Nueva York: Naciones Unidas, 1985-2002.

Fragilidad externa

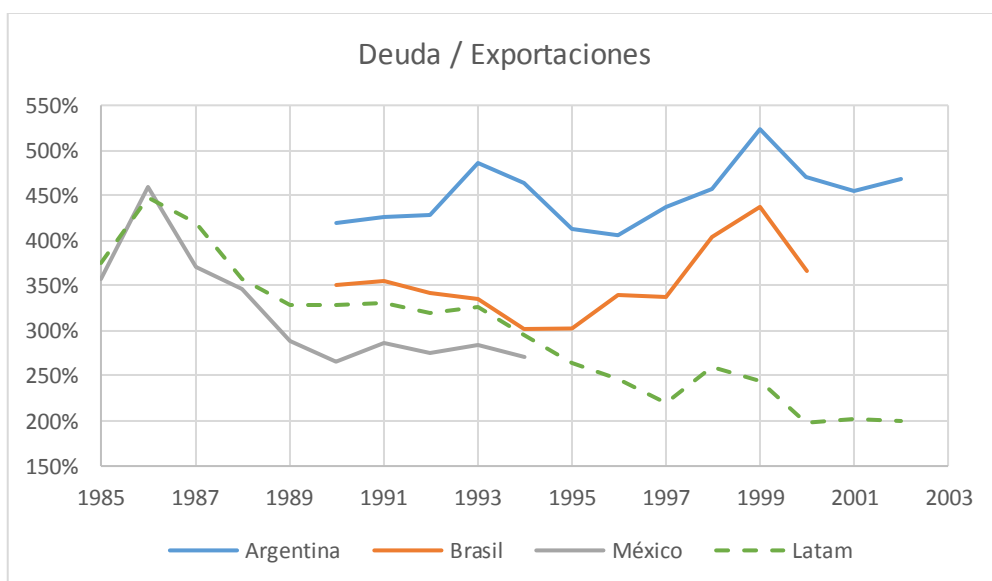
Por último analizaremos dos indicadores que permiten apreciar la debilidad de los países al sector externo. El ratio déficit de cuenta corriente / exportaciones (DCC-X), muestra como en los tres casos, una vez implementadas las reformas, las economías se volverían muy dependientes de los ingresos de capitales desde el exterior para el sostenimiento del nivel de deuda. México finalizaría 1988 con un tasa del 10%, tasa que, escalaría hasta la zona del 60% los años previos a la crisis, muy por encima de la media regional.

Brasil, sería un caso casi calcado al de México, estando en 1994 en torno al 10% y escalando hasta llegar a casi el 60%, también, muy por encima de la media regional. En cambio, Argentina, tendría una primera etapa similar a los casos anteriores, moviéndose en el mismo rango entre 1991 y 1994, pero presentaría una baja abrupta luego del efecto Tequila para retornar a la media regional apenas por encima del 10%. A partir de ahí y hasta el fin de la convertibilidad, se mantendría por encima de la media regional pero sin desplazarse sustancialmente, llegando al año 2000 con valores cercanos al 20%.



Fuente: Elaborado con datos de: Naciones Unidas, *Anuario estadístico de América Latina y el Caribe*. Nueva York: Naciones Unidas, 1985-2002.

En lo que respecta a la relación Deuda / Exportaciones, México sería el que más sólido se encontraría, registrando valores decrecientes en el tiempo, y por debajo de la media regional, variando desde un 357% en 1988 a un 271% en 1994. En cambio, Brasil presentaría dos etapas notorias, la primera, hasta 1994 siguiendo la tendencia regional a la baja, y la segunda de 1994 en adelante, despegándose con tendencia alcista hasta llegar al máximo de 437% bien por encima del conjunto. Argentina, se comportaría como si fuera país de otra parte del mundo, con movimientos erráticos del ratio alrededor del 450% bien por encima del conjunto. Siendo el país más vulnerable de los analizados, y el más dependiente de los préstamos internacionales para su estabilidad.



Fuente: Elaborado con datos de: Naciones Unidas, *Anuario estadístico de América Latina y el Caribe*. Nueva York: Naciones Unidas, 1985-2002.

La caída

Muy distinto sería el final para cada uno de los países. México dejaría colapsar su moneda, llegando a depreciarse a un pico máximo del 67% (con su respectiva trepada de tasas de interés), la inflación se dispararía hasta el 35% durante 1995, manteniéndose en valores de dos dígitos por 5 años seguidos. El PBI se desplomaría un 5,8% para recuperarse un 5,9 y un 7,0% en 1996 y 1997, el desempleo (aunque bajo) se duplicaría al pasar de un 3,2% a un 6,9%, y el déficit de cuenta corriente que en 1994 habría llegado a -5,6%, casi quedaría neutralizado cerrando 1995 en -0,5%. En líneas generales, los números macro indican que luego del cambio brusco producto de la crisis, la economía tardaría 5 años en retornar a la normalidad.

Del caso mexicano podemos destacar la particularidad de que contaría con el apoyo de los Estados Unidos para transitar el momento más difícil. Luego de la devaluación del 24 de diciembre de 1994 pasaría un mes para que Estados Unidos consiguiera un paquete de ayuda por 53.000 millones de dólares formado por aportes propios, el FMI, el BIS, Canadá, Brasil, y Argentina. Éste paquete se utilizaría para estabilizar el peso y terminar con los ataques especulativos. El interés de Estados Unidos radicaría en que recientemente se habría firmado el TLCAN, y México pasaría a ser un socio clave para la economía norteamericana, siendo muy peligroso dejarlo a la deriva.

La crisis también dispararía la desconfianza en el gobierno mexicano, un gobierno que habría adquirido muy buena reputación durante los seis años anteriores debido a los resultados logrados en la economía. Parte, se debería al intento de buscar un chivo expiatorio culpando primero a los zapatistas, luego al presidente saliente Salinas, y finalmente al déficit de cuenta corriente, en lugar de anunciar un plan concreto para el momento.²⁸

Por último, también sería el fin para el pacto intersectorial que vendría funcionando hace 8 años entre el sector privado, el sector público, y los gremios. Pacto antiinflacionario que incluiría acuerdo de precios, de incrementos salariales, y de metas de déficit fiscal, y que funcionaría como ancla de expectativas y parámetro para evaluar proyectos de inversión. En ese sentido, el presidente Zedillo intentaría conseguir una renegociación, pero la gran volatilidad tanto política como económica y la negativa a dar concesiones por cada una de las partes, terminaría haciendo que fracasara.

La ruptura de la paridad brasilera se produciría con una devaluación del 72% en el mes de diciembre de 1998. Lo bueno de la situación sería que Brasil habría obtenido un crédito por 41.000 millones de dólares con el FMI tan solo un mes antes, por lo tanto, tendría un colchón de capital para enfrentar la situación hasta que se reestableciera la calma. Contra lo que todos esperaban, los precios lograrían mantenerse controlados con una suba de apenas el 4,9%, y la actividad se resentiría, pero se recuperaría hacia fines de año y el PBI cerraría con un alza del 0,5%. El desempleo aumentaría 1,9% para volver a disminuir al año siguiente, y el saldo de la cuenta corriente no registraría variaciones significativas.

²⁸ Springer, Gary L.; Molina, Jorge L.; The Mexican Financial Crisis: Genesis, Impact and Implications. *Journal of Interamerican Studies and World Affairs*, 37, 2 (1995): 57-81.

En la práctica, si bien los ahorristas en reales se verían perjudicados por la devaluación, los resultados mostrarían que no se trataría de una crisis grave ni con consecuencias negativas importantes, todo lo contrario, la devaluación le devolvería a la industria la competitividad que necesitaba para empezar un proceso de expansión y exportaciones.

Argentina no tendría la misma suerte. El final de la convertibilidad sería un caos. Para empezar, sucedería justo en el momento del estallido de la burbuja de las “punto com”. Luego, a diferencia de México y Brasil, el FMI le retiraría todo el apoyo para el 1 de diciembre en medio de una fuga de depósitos, quedando sin prestamista de última instancia. El 2 de diciembre, el ministro de economía Domingo Cavallo establecería la restricción a las extracciones de depósitos a no más de 250 dólares por semana por cuenta (llamado corralito). Esto generaría un descontento total en la población que, siendo una sociedad que tenía muy presente el proceso hiperinflacionario de 1989, saldría masivamente a las calles a protestar con la consecuente renuncia del ministro de economía primero, y del presidente después.

La gente iría a los bancos a exigir la restitución de los depósitos, y ante la negativa a devolverlos, empezaría a romper los locales bancarios del centro de Buenos Aires. Se declararía el estado de sitio y habría manifestaciones de activistas en las plazas de las principales ciudades del país, que terminarían con una represión por parte de las autoridades y 39 muertos. La renuncia del presidente De la Rúa, traería una crisis institucional muy grave que implicaría 5 presidentes en tan solo una semana. En realidad, según Dabós, Secco y Olaiz, se trataría de 5 crisis a) crisis bancaria sistémica, b) crisis cambiaria, c) crisis de deuda, d) crisis en la actividad económica, e) crisis política institucional y social.²⁹

En los días posteriores, bajo la presidencia de Rodríguez Saa, el parlamento anunciaría que no se cumplirían con las obligaciones de deuda, generándose un evento de crédito al día siguiente a causa de un incumplimiento de un pago al FMI por 13 millones de dólares. En menos de una semana, debido a la quita de respaldo político de su propio partido, el presidente Rodríguez Saa también presentaría su renuncia. Posteriormente, la asamblea legislativa acordaría el nombramiento del presidente Eduardo Duhalde para que repusiera el orden.

Duhalde sería el encargado de derogar la ley de convertibilidad instaurando un desdoblamiento cambiario con un tipo de 1,40 dólares por peso para las operaciones de comercio exterior y libre para las restantes. El desdoblamiento generaría el descalce de monedas para quienes tenían deudas en dólares y acreencias en pesos. Por lo tanto, esta acción fracasaría en las semanas siguientes y se terminaría por anunciar la liberalización del tipo de cambio completa en abril de 2002, con lo cual, también desaparecerían los tipos de cambio múltiples producto de acciones para evadir el cepo cambiario.

²⁹ Dabós, Marcelo; Secco, Luis; Olaiz, Belén. La ¿última? crisis de la Argentina.[en línea] Asociación Argentina de Economía Política. XLII Reunión Anual. Universidad Nacional del Sur. Bahía Blanca. <http://www.aaep.org.ar/anales/works/works2007/dabos.pdf> [consulta: 06 de agosto de 2016].

A todo esto, seguirían sin resolver los problemas del descalce cambiario de activos y pasivos y devolución de depósitos a los ahorristas. Por eso, el 9 de enero de 2002, se emitiría el decreto 214/02 que establecería la pesificación asimétrica de las deudas en dólares, haciéndolo a razón de 1 peso por 1 dólar para las deudas con el sistema financiero, y de 1,40 pesos a 1 dólar para los depósitos de los ahorristas. Además, se establecería un cronograma para la devolución de los depósitos que daría lugar al “corralazo”. Nombre que ganaría en la prensa la restricción a la extracción de dinero por los ahorristas.

Las consecuencias económicas de corto plazo de la crisis serían una disparada del tipo de cambio que llegaría hasta 3,86 pesos por dólar en junio de 2002, una caída de casi 11% en el PBI, un fuerte superávit de cuenta corriente del 6,9% para 2002, un desempleo superior al 21%, y un nivel de 57,5% de pobreza con un 27,5% de indigencia.

Conclusiones de esta sección

Hasta aquí hemos estudiado el comportamiento de las tres economías de manera cronológica (vertical) y comparada (horizontal). Hemos observado que el régimen de tipo de cambio rígido constituiría una época bien marcada en la historia económica y social de los 90. Este período, se caracterizaría por un exitoso control de la inflación que tanto preocupaba en la década anterior. El paquete de reformas incluiría una serie de privatizaciones y una reducción muy fuerte en el gasto público que ayudaría en el mismo sentido, bajando drásticamente los aumentos de precios e inclusive, como en el caso de Argentina, entrando en terreno deflacionario.

Sin embargo, tendría puntos débiles no menores, la apertura brusca de la economía no permitiría que las economías locales se adaptaran a la competencia, especialmente las pequeñas y medianas empresas. Además, el tipo de cambio rígido no permitiría la recuperación de competitividad por vía de la devaluación, haciendo que el tipo de cambio real se apreciara y se generara tierra fértil para las importaciones. Si bien habría ganancia por mejoras en la productividad por aumento del producto y disminución de la mano de obra empleada para conseguirlo, la inflación inercial del principio de la época no podría ser licuada por la inflexibilidad cambiaria, implicando pérdida neta de competitividad.

Sin embargo, quien realmente sentiría el efecto sería Argentina. Parte de la pérdida de competitividad de México por el alza salarial, en realidad, sería porque partiría de valores históricamente bajos producto de la crisis anterior, por ello no se produciría aumento del desempleo. Brasil, tampoco presentaría grandes cambios en el nivel de empleo. Ésto se puede explicar por tres factores: una no tan acentuada política de privatizaciones como la de México y especialmente Argentina; una corta duración del plan Real (4 años); y por el hecho de que Argentina, su principal socio comercial, también presentaría atraso cambiario equilibrando el desbalance brasilero.

Por último, Argentina sería el más perjudicado desde este punto de vista. El proceso privatizador produciría un alza muy importante en el nivel de desempleo, luego, tendría que soportar el efecto de la crisis mexicana de 1994, a partir de la cual, empezarían los primeros cuestionamientos de la solidez del modelo. Posteriormente, Brasil devaluaría

fuertemente en 1998 finalizando con el plan Real, y produciendo una caída abrupta en sus importaciones desde Argentina y un aumento importante en sus exportaciones al mismo país. Finalmente, la convertibilidad duraría 10 largos años, suficiente como para que el atraso cambiario erosionara el nivel de empleo considerablemente.

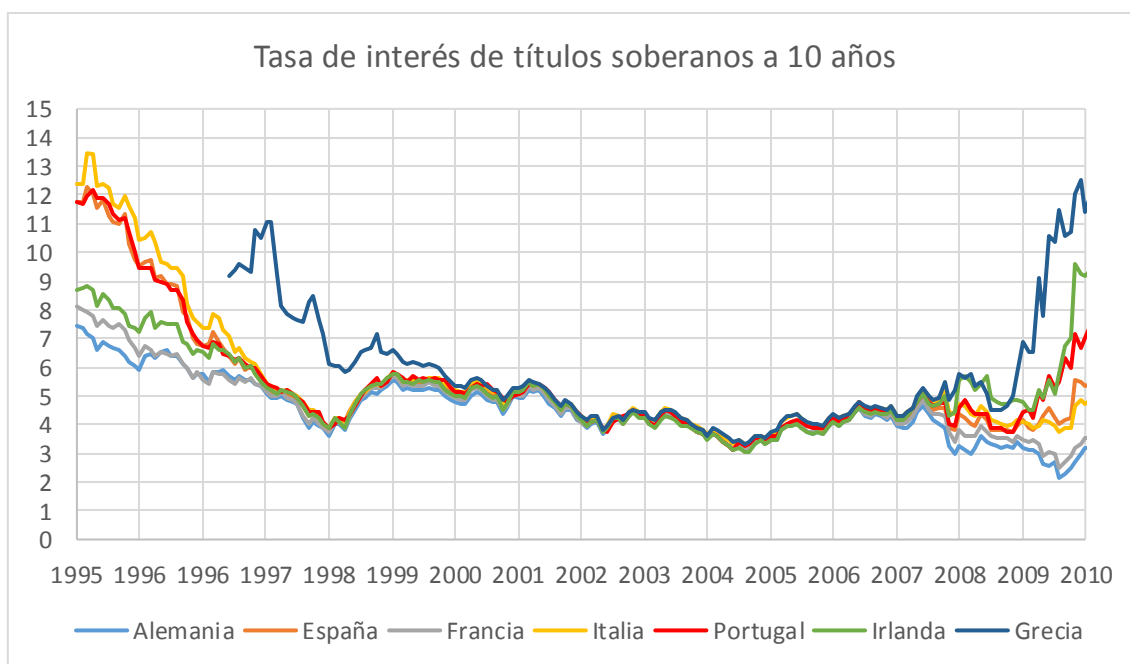
Otra característica importante del período sería la alta dependencia de los flujos de capitales desde el exterior para equilibrar el déficit en la cuenta corriente. La balanza comercial sería marcadamente negativa durante este período, y, mientras la FED mantuviera las tasas bajas y la economía mundial no presentara mayores inconvenientes los flujos serían positivos. Sin embargo, las turbulencias generadas por México, los tigres asiáticos, y Rusia, implicarían fuertes cambios en la dirección de los capitales entrando y saliendo muy bruscamente como en el caso de Brasil, hecho que le daría muchísima volatilidad a la economía e impactaría en la confianza de los inversores, aumentando la prima de riesgo y por lo tanto el costo de acceso al crédito. La falta de confianza en cada uno de los regímenes finalmente llegaría. Y, dado que se trataría de economías fuertemente dependientes de los flujos externos, la salida de capitales sería la sentencia de muerte para las políticas implementadas.

En cuanto al final de los distintos regímenes de paridad cambiaria se puede concluir que sería crucial para una transición ordenada contar con un prestamista de última instancia que pudiera proveer de liquidez al sistema hasta que se estabilizara la situación. México contaría con el respaldo de los Estados Unidos que, si bien lo haría por interés propio, jugaría un papel clave consiguiendo un paquete de préstamos por 53.000 millones de dólares que podrían ser utilizados para la estabilización del peso, y para la cancelación de deudas inmediatas de forma de que no se cayera en default. Brasil, podría enfrentar los cambios apoyándose en el préstamo de 41.000 millones de dólares conseguidos un mes antes de la crisis. En cambio, Argentina, se encontraría sola, enfrentando una corrida bancaria de depósitos en moneda extranjera, que, en su intento de frenarla, aceleraría mediante la implementación del “corralito”. A su vez, el hecho mismo de que el mercado supiera explícitamente de que se encontraría sin apoyo, también jugaría un rol clave en la misma dirección.

La gravedad de la situación implicaría una crisis política e institucional con 5 presidentes en sólo una semana, la entrada en default del estado nacional y provincial, un desplome de la actividad producto del rompimiento de la cadena de pagos, y el disparo del nivel de pobreza sin precedentes hasta llegar al 57,5%.

El nacimiento del Euro y el lustro de tasas bajas

El euro nacería el 1° de enero de 1999, y daría comienzo a un mercado optimismo europeo y a un proceso de compresión de spreads de títulos soberanos. Dicho proceso, se fundamentaría en que, al existir una moneda única y un banco central potente, se eliminaría el riesgo cambiario y las economías se verían obligadas a converger en sus niveles de productividad.



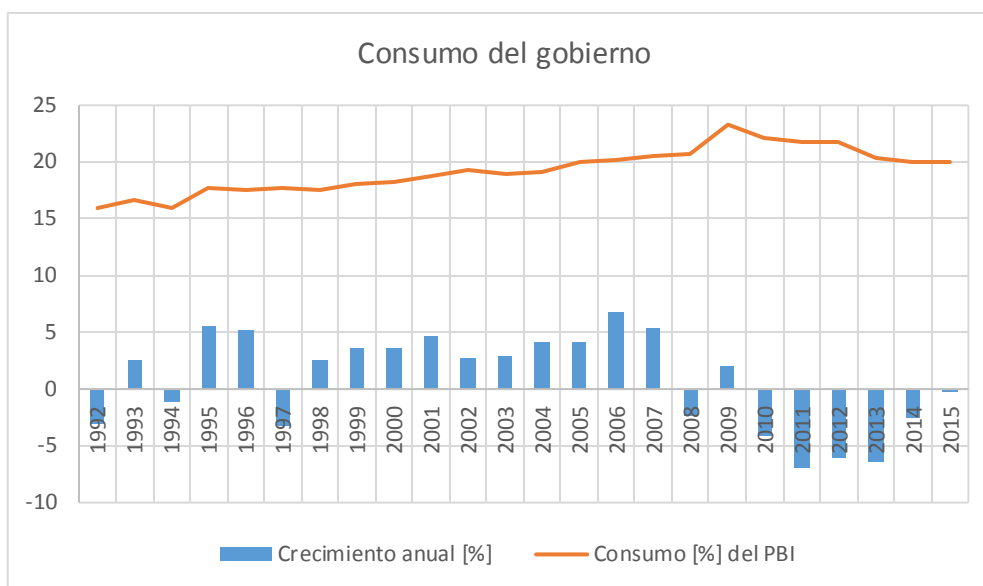
Fuente: Elaborado con datos de: Investing.com. *World Government Bonds* [en línea]. Investing.com. Octubre 2016. < <http://www.investing.com/rates-bonds/world-government-bonds> >. [Consulta: 12 octubre 2016].

En el gráfico anterior, se puede ver claramente como las tasas de interés de Italia, España y Portugal, se acoplarían al grupo de Francia, Irlanda, y Alemania en los años previos al inicio del euro, habiendo convergido en su totalidad antes de enero de 1999. Por otro lado, Grecia, quien entraría a la eurozona en 2001, lo haría en forma un poco más retrasada, alcanzando al bloque a comienzos de los años 2000. Ésta sería una de las claves que caracterizarían a los años previos a la crisis de 2009.

La apreciación de la eliminación del riesgo soberano en los países del sur, daría lugar a un importante flujo de capitales desde los países con mayor desarrollo hacia los periféricos. El destino de los mismos y la forma en la que saldrían luego de la gran recesión, sería el desencadenante de la crisis de deuda europea. Pudiendo dividir a los países en tres grandes bloques: Irlanda y España, en donde los capitales irían al mercado inmobiliario generando una burbuja; Portugal y Grecia, en donde el flujo iría a financiar el gasto público, y finalmente Italia y Portugal (aquí también), de los cuales podemos destacar como causa la falta de competitividad. Analizaremos ahora la dinámica dada en cada uno de los países afectados.

Grecia

Los griegos tomarían provecho de los flujos para mejorar la calidad de vida de los ciudadanos en detrimento de la inversión. La relación del consumo como porcentaje del producto bruto se incrementaría en estos años, comparado con una formación del capital fijo neutral. El gobierno, usaría gran parte de la nueva deuda pública para aumentar el gasto corriente, haciendo crecer la estructura del estado, aumentando salarios e incrementando los gastos de pensión (al mejor estilo latinoamericano).



Fuente: Elaborado con datos de: World Bank, *World Development Indicators* [en línea]. Nueva York. < <http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?source=world-development-indicators> > World Data Bank, [consulta: 12 octubre 2016].

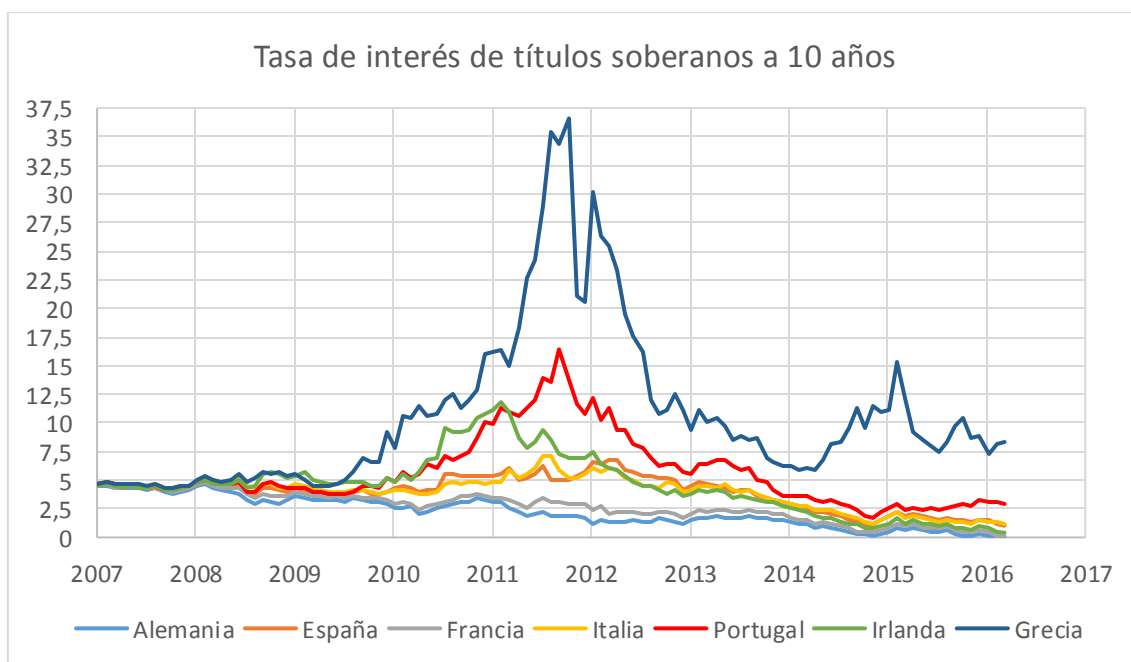
Es necesario resaltar que los griegos lograrían llevar el déficit fiscal a los valores del criterio de convergencia para el año 1999 momentos antes de entrar la eurozona, pero, una vez adentro, se despreocuparían y el déficit comenzaría un proceso ascendente, que, no sería de gran preocupación ya que el costo de financiamiento sería muy bajo gracias al proceso de convergencia de tasas. Todo esto, mas, la pérdida de competitividad por la falta de inversión y el aumento de salarios, darían lugar al inicio de la saga de rescates de parte de la Troika (Consejo Europeo + FMI + ECB).

El inicio de la crisis europea se daría con el anuncio por parte del gobierno griego en 2009 de que el déficit fiscal proyectado de 6% sería del 12,7%, más del doble de lo esperado (que además sería revisado al alza 15,4% durante 2010). Al mismo tiempo, saltaría a la luz que los países europeos habrían usado la letra chica del Tratado de Maastricht para hacer contabilidad creativa y minimizar la magnitud del déficit y la deuda contraída. La preocupación de los inversores, pasaría no sólo por la manipulación, sino por la alta interdependencia de los países europeos, ya que la relación deuda/pbi griega llegaría al 120%, de la cual gran parte estaría en manos de otros soberanos de la región.

Si bien el gobierno griego anunciaría una reducción en el gasto y suba en las alícuotas impositivas, las tasas de interés comenzarían a ascender en forma sostenida, hasta que, en abril de 2010, se le cerrara el mercado y se viera obligado a pedir un préstamo al FMI para cubrir los vencimientos de ese año. Adicionalmente, el freno del gasto provocaría la entrada en recesión de la economía, lo que perjudicaría aún más la recaudación comenzando una espiral a la baja. El nuevo préstamo vendría con la condición de más ajuste fiscal, privatizaciones, y desregulaciones, no sería bien visto por el mercado acelerándose el incremento de tasas. La retracción económica y el costo de renovar la deuda no harían más que aumentar la relación deuda/PBI generando más desconfianza y fuga de capitales.

El gobierno debería pedir un nuevo préstamo en noviembre de 2011, la troika exigiría más ajustes, habría manifestaciones en la calle y crisis política, el primer ministro Papandreu renunciaría, vendría un gobierno de transición, y la crisis tomaría tintes de la Argentina de 2001 (aunque con una diferencia, a Grecia nunca le soltarían la mano). Desde el lado de los privados, este rescate presentaría novedades. La Troika y los acreedores soberanos presionarían a los privados para que hicieran un “aporte a la causa” aceptando una quita sobre el nocional de aproximadamente un 50%, algo que, era inimaginable para un miembro de la eurozona. Lo que, para peor, generaría dudas sobre una declaración de default por parte del ISDA, ya que la quita sería “voluntaria”. No obstante, en marzo de 2012 dicho comité declararía un “evento de crédito” gatillándose el pago de los seguros. Con la desconfianza generada, comenzaría una venta de deuda del resto de los países del sur.

La desconfianza se expandiría a más miembros de la UE, hasta que, en julio de 2012, Draghi en una conferencia diría, muy inteligentemente, que el ECB estaría dispuesto a hacer lo que fuera necesario para que Europa permaneciera unida. Esta jugada apuntaba a un cambio de expectativas por parte del mercado, y tendría éxito, iniciando una progresiva baja en las tasas de interés de los títulos públicos.



Fuente: Elaborado con datos de: Investing.com. *World Government Bonds* [en línea]. Investing.com. Octubre 2016. < <http://www.investing.com/rates-bonds/world-government-bonds> >. [Consulta: 12 octubre 2016].

La tranquilidad volvería por dos años, Grecia retornaría a los mercados tímidamente, y las cosas se encauzarían, hasta que en diciembre de 2014 luego de elecciones parlamentarias, el partido de izquierda Syriza formaría gobierno, partido que rechazaba implementar las medidas de ajuste de los rescates pasados. Seguidamente, la Troika suspendería todo programa de ayuda hasta que Syriza aceptara las condiciones anteriores. Con la desconfianza volvería la fuga de capitales de los ahorristas hacia el exterior, viéndose obligado el gobierno griego a anunciar un “corralito” bancario limitando el

retiro de depósitos a 60 euros diarios, luego de que el ECB rechazara incrementar la línea de crédito de emergencia que permitía sostener dicha situación.

Como sería de esperar, la deuda griega se volvería nuevamente insostenible, (en realidad, nunca dejaría de serlo), y en agosto de 2015 llegaría el tercer rescate por parte de la troika por 177.000 millones de euros, de la mano de nuevos ajustes y subas de impuestos. A diferencia del caso de Chipre poco tiempo antes, no se haría una quita compulsiva en los depósitos bancarios. Para agosto de 2016, se implementaría una flexibilización en el control de capitales sin llegar a levantarse definitivamente. Es importante remarcar que luego de todo lo ocurrido en estos siete años, y estando en el mes de octubre de 2016, Grecia está parada en el mismo lugar, con una relación deuda / PBI del 177%, con el acceso al mercado de crédito cerrado, crecimiento nulo, déficit fiscal de 7% y desempleo del 23,2%. Nada ha cambiado, además en 2017 finaliza el tercer rescate y no hay perspectivas de que la situación mejore.

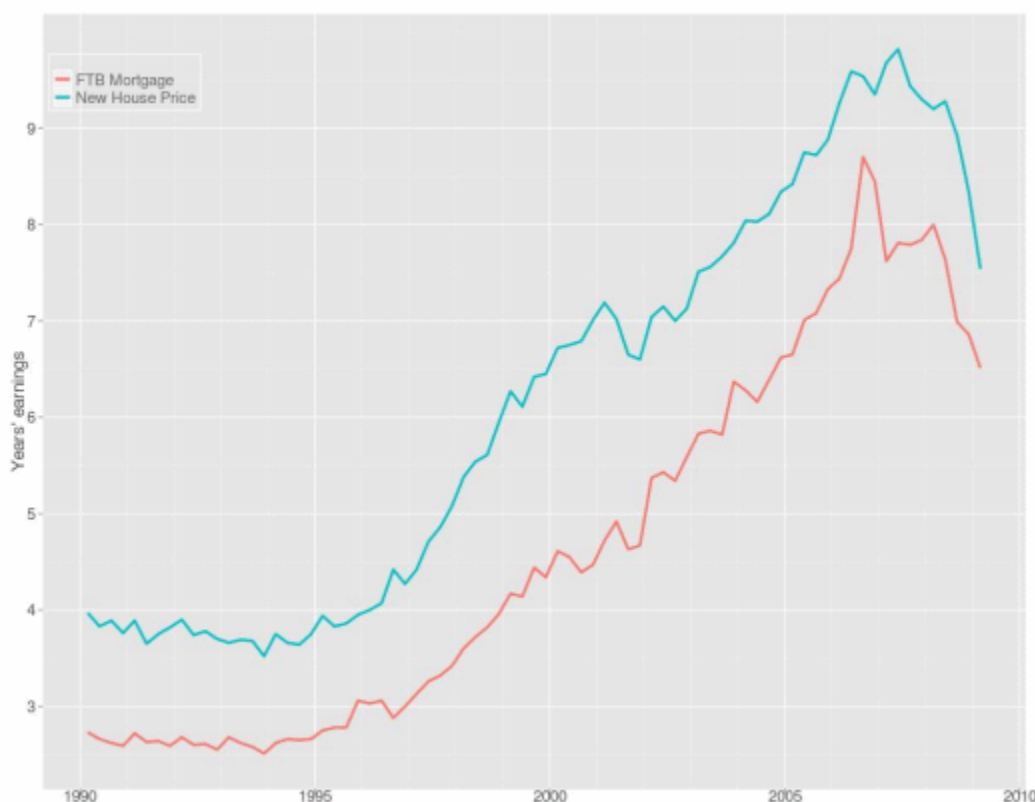
Irlanda

El caso irlandés sería distinto, a partir de la entrada en la zona Euro, al igual que en el resto de Europa, comenzaría el proceso de convergencia de tasas de interés, con un abaratamiento en el costo de financiamiento y un fuerte ingreso de capitales desde los países centrales. Sin embargo, el flujo iría directamente al mercado inmobiliario generando una burbuja. Normalmente, se consideraba que una persona podía tomar prestados hasta 2,5 veces su salario a lo largo de 40 años, durante este período, se llegaría a prestar hasta 8 veces el salario. En el mercado secundario, las casas llegarían a valer 17 sueldos para luego caer a 6. Además, los bancos financiarían hasta el 100% de las hipotecas.

El crecimiento en el nivel de apalancamiento tornaría vulnerable al sistema financiero a punto tal de dejarlo en situación de colapsar ante una corrección a la baja. Por ello, la gran recesión, con la seguida fuga de capitales, sería letal para el sistema financiero irlandés. La dinámica sería similar a la crisis hipotecaria norteamericana, con la diferencia que, al ser tarea del soberano el rescate de las entidades financieras y no del Banco Central Europeo, el tesoro tendría que endeudarse fuertemente para frenar la caída, nacionalizando bancos como el Anglo Irish Bank. Por otro lado, durante el período pre-crisis, el tesoro se financiaría en gran medida con el impuesto a los sellos sobre proyectos inmobiliarios, empeorando la situación. Además, en la época de bonanza, el gobierno se volvería laxo en el control del gasto, permitiendo aumentos de sueldos en el sector público que de otra manera no hubiera podido afrontar.

Como medidas de contención, el gobierno irlandés anunciaría el 29 de septiembre de 2008 que garantizaría los depósitos y títulos de los bancos, generando una deuda de 440.000 millones de euros. Para 2009, se crearía la Agencia Nacional de Manejo de Activos (NAMA), que estaría destinada a absorber los activos tóxicos de las principales entidades financieras por un monto de 68.000 millones de euros. Todo esto, dispararía el costo del crédito haciendo que el gobierno, en noviembre de 2010, se viera obligado a pedir fondos del EFSF (European Financial Stability Facility) y del FMI por un total de 85.000 millones de euros. El crédito traería como contra partida la condición de llegar al 3% de

déficit fiscal a 2015, y un plan de ajuste por 15.000 millones de euros en cuatro años. Luego de salir al mercado a colocar nuevamente en julio de 2012, y una mejora en las condiciones del crédito otorgado por el EFSF, Irlanda lograría dar por terminado el plan de rescate en diciembre del mismo año, abaratándose el costo del crédito y llegando a colocar en marzo de 2016 un bono a 100 años a una tasa del 2,35%.



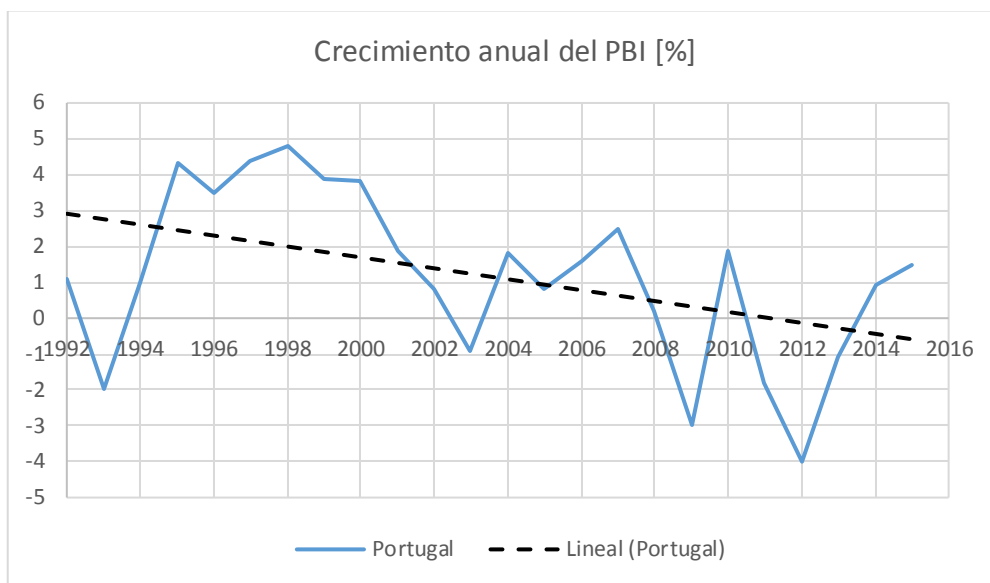
Precios de casas nuevas e hipotecas de compradores nuevos relativo al sueldo industrial promedio.

Fuente: Kelly, Morgan. *Whatever happened to Ireland* [en línea]. CEPR (Centre of Economic Policy Research), 2010. < <http://voxeu.org/article/whatever-happened-ireland>>.

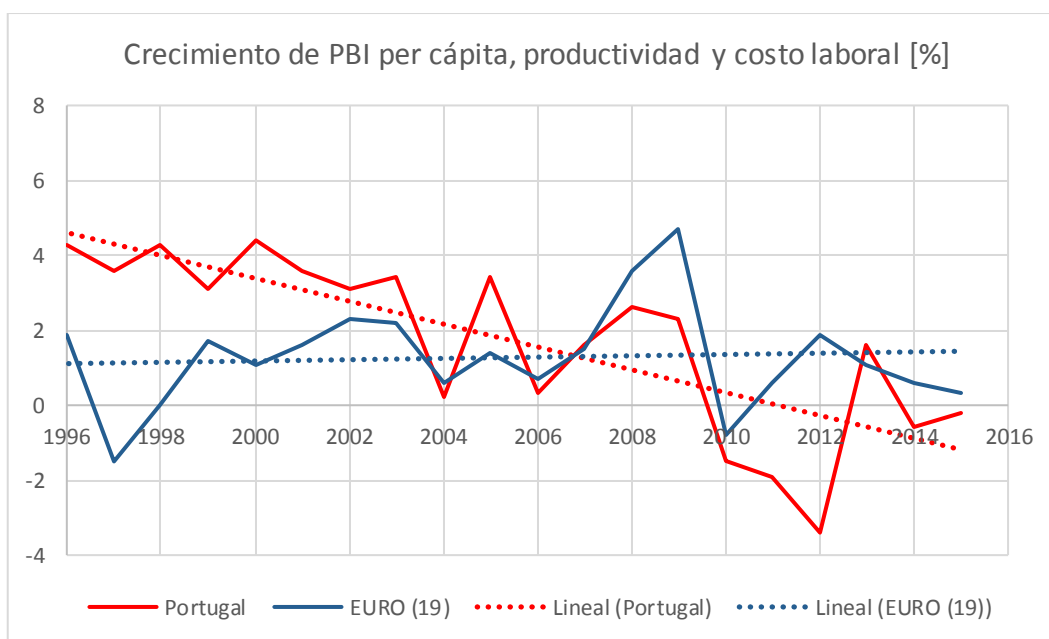
Portugal

El caso de Portugal, sería en cierta medida el más parecido al de Grecia, porque tendría como eje una gran reforma macroeconómica a diferencia de España e Irlanda. Por otro lado, no sería producto de una burbuja inmobiliaria, sino más bien, de una pérdida de competitividad y un exceso de gasto público. Dicha pérdida, se daría durante el período previo a la crisis, afectando la tasa de crecimiento del PBI que sería marcadamente menor a la del período anterior señalando una clara tendencia a la baja en el largo plazo.³⁰

³⁰ Baer, Werner; Dias, Daniel A.; Duarte, Joao B. The Economy of Portugal and the European Union: From high growth prospects to the debt crisis. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 53, (2013): 345-352.



Fuente: Elaborado con datos de: World Bank, *World Development Indicators* [en línea], <http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?source=world-development-indicators>, World Data Bank, [consulta: 21 octubre 2016].



Fuente: Elaborado con datos de: OECD (Organization for economic co-operation and development). *Productividad* [en línea], < http://stats.oec5d.org/Index.aspx?DataSetCode=PDB_GR>, OECD, París, [consulta: 22 octubre 2016].

El período de tasas bajas traería un marcado optimismo debido en gran medida a la idea de que la nueva moneda obligaría a la convergencia de las economías y las productividades entre países. Como suele suceder en estos casos, el exceso de confianza llevaría a un relajamiento en la política fiscal con el consiguiente crecimiento de

pensiones y el costo laboral. Con una productividad que, aunque continuaría creciendo, lo haría por detrás del resto de los países de la eurozona.

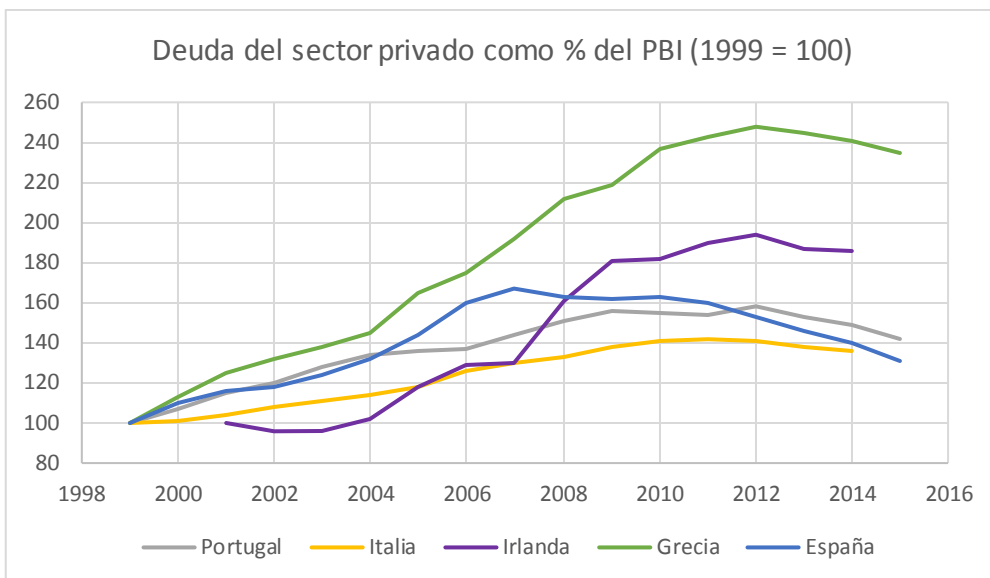
En abril de 2011, luego de una escalada en la tasa de interés, Portugal se vería obligado a pedir asistencia a la Troika por 78.000 millones de euros con un vencimiento a 3 años para poder hacer frente a próximos vencimientos de deuda. Al mismo tiempo, se implementaría un paquete de medidas de ajuste que, a diferencia de otros casos, tendría un fuerte respaldo político de los principales partidos. Los esfuerzos resultarían exitosos, reduciendo el déficit fiscal (del 11,2% del PBI en 2010 a 4,8% en 2013), aunque con un incremento de la tasa de desempleo (del 10,1% al 17,5%).

Luego de la gran recesión, los altos niveles de déficit (aunque serían reducidos posteriormente), harían que se dispare el endeudamiento del tesoro, yendo la relación deuda/PBI de un 72% en 2008 a un 130% en 2014. Ésto, al igual que en los casos de Irlanda y Grecia, induciría a la Troika a implementar una restructuración de los préstamos aceptando una baja en la tasa de interés y una extensión de la madurez, al mismo tiempo que se les daría un año más para encauzar el déficit dentro de los criterios de convergencia. Durante 2012, Portugal retornaría a los mercados primero con emisiones cortas, extendiéndolas cada vez más hasta endeudarse a 10 años en 2013. Finalmente, en mayo de 2014, Portugal cerraría su plan con la Troika y no volvería a pedir rescate, iniciando una tendencia a la baja de las tasas de interés hasta ubicarse por debajo del 3% a los 10 años.

España

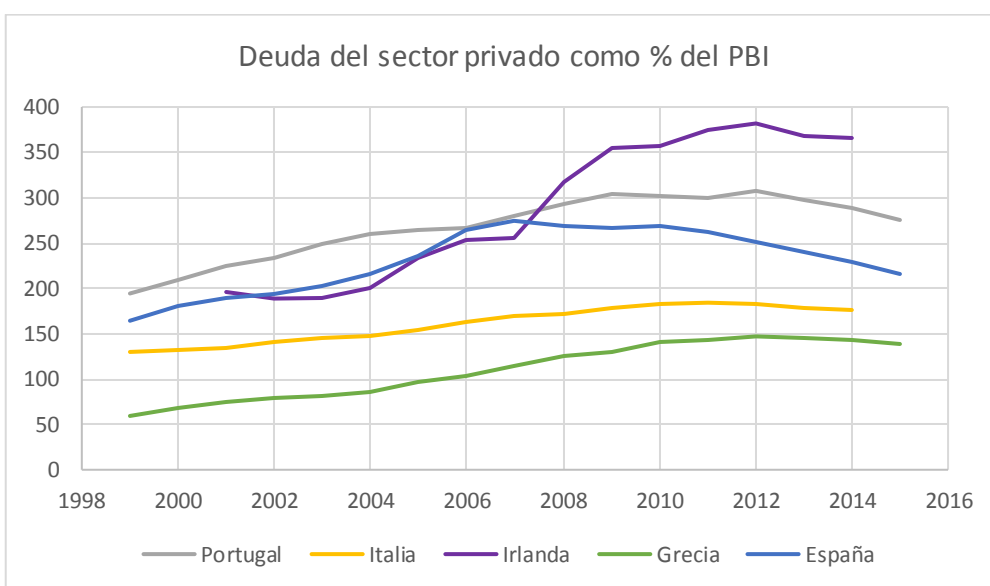
Lo sucedido en España sería similar a lo ocurrido en Irlanda. Previo a la crisis, los niveles de endeudamiento serían bajos (en torno al 40% del PBI). Durante el período de bonanza, habría una entrada de capitales que irían al sector de la construcción, impulsando la economía junto con la recaudación estatal. La debilidad de este tipo de crecimiento, sucede porque las inversiones estarían destinadas al sector no transable, y no al incremento de capacidades de exportación.

Para tener una idea del nivel de endeudamiento del sector privado, el nivel de activos de los bancos pasaría de un 164% del producto bruto interno en 1999, al 274% en 2007. También en este caso, el crecimiento en el nivel de actividad llevaría a un incremento del salario real con la consecuente pérdida de competitividad. En los gráficos siguientes, podemos ver el nivel de apalancamiento de los bancos de los países del sur de la eurozona, y, fácilmente podemos entender por qué la Troika presionaría para una reestructuración de la deuda de casos como el de Grecia y evitando una quita. En ese sentido, recordemos que el principal acreedor de los soberanos sería la banca europea.



Nota: 1999 = 100, excepto Irlanda 2001=100

Fuente: elaborado con datos de: Trading Economics. Private debt to GDP [en línea]. Trading Economics: octubre 2016. < <http://www.tradingeconomics.com/>>. [Consulta: 02 noviembre 2016].



Fuente: elaborado con datos de: Trading Economics. Private debt to GDP [en línea]. Trading Economics: octubre 2016. < <http://www.tradingeconomics.com/>>. [Consulta: 02 noviembre 2016].

España también enfrentaría una reversión en el flujo de capitales del exterior, cortándose el financiamiento, llevando a la necesidad de rescates en su sistema financiero. El comienzo de la saga de 11 rescates comenzaría con el de la Caja Castilla – La Mancha hacia fines de marzo de 2009.

Es interesante el punto de vista de Eduardo Segovia sobre los acontecimientos que llevarían a esto:

“Como es de sobra conocido, el origen de la catástrofe fue la orgía de crédito para financiar el boom inmobiliario y de consumo de la década de 2000, con un nulo control de riesgos sobre quién recibía el dinero fácil y una injerencia constante de los políticos en las cajas, un endeudamiento masivo de las entidades para prestar mucho más de lo que tenían en depósitos y una inacción absoluta del BdE (Banco de España) para frenar los excesos, justificada por su confianza ciega en las provisiones anticíclicas que dotaba la banca española (la famosa genérica), un colchón con el que no contaba el resto de los países donde la banca se vino abajo en 2008-2009 -y que a la postre fue como una tirita para luchar contra el cáncer (...)”³¹

Seguirían los salvatajes contando con el apoyo estatal a través de las EPAs (garantías contra pérdidas de activos tóxicos, o, un fondo de garantía de depósitos). El gobierno negaría la magnitud de la crisis, diciendo que se trataría de casos aislados. Pero la realidad sería otra, y debería crear el FROB (Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria) de manera de tener un mecanismo que permitiera el rescate de entidades con mayor agilidad. También presionaría a las entidades a ampliar capital mediante la emisión de acciones preferidas y subordinadas. Luego, la crisis se aceleraría y sería necesaria la entrada en escena de las fusiones. Primero, sería el turno de las entidades más chicas, o sea, las regionales. Pero luego, el problema se extendería a las entidades de mayor tamaño como Banca Cívica (absorbida por La Caixa en marzo de 2012) y Bankia, la cual presentaría un plan de reestructuración que sería rechazado y tendría que ser nacionalizada.

Este punto sería el pico de la crisis, acompañado de una recesión profunda, e intentos del gobierno por recuperar la confianza de los mercados mediante la implementación de un plan de austeridad que sería respaldado por una enmienda Constitucional en la que se establecería un máximo de nivel de deuda del 60% del PBI, que sólo podría ser superado ante casos de catástrofes. Al mismo tiempo España pediría un rescate ayuda al FMI para sostener al sistema financiero. El préstamo sería por un máximo de 100.000 millones de euros, que, se canalizarían a través del FROB, y contarían como un préstamo al Tesoro y no a los bancos en forma directa, (recordemos que, en la UE los rescates son responsabilidad del soberano).

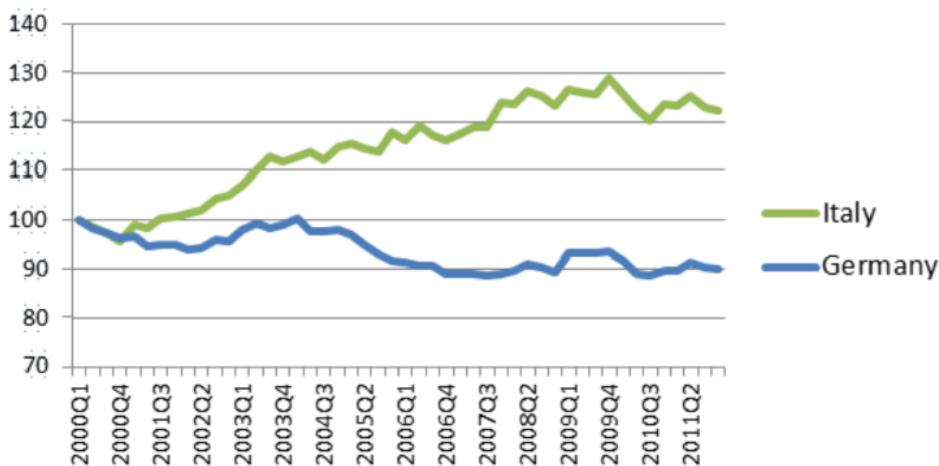
Finalmente, los países en problemas recibirían la ayuda de Mario Draghi, al mencionar en su conferencia de septiembre, que estaría dispuesto a hacer lo que hiciera falta para salvar a la Unión Europea, provocando un colapso en las tasas de interés que aliviaría la presión. Ésto más una reforma laboral que ayudaría a mejorar la competitividad de la economía, harían que España pudiera cancelar el préstamo para el 23 de enero de 2014.

³¹ Segovia, Eduardo. “Cinco años y 10.000 millones después: historia del rescate de la banca española.” [en línea]. *El Confidencial*. 30 marzo 2014. < http://www.elconfidencial.com/empresas/2014-03-30/cinco-anos-y-100-000-millones-despues-historia-del-rescate-de-la-banca-espanola_109053/> [Consulta: 3 nov 2016].

Italia

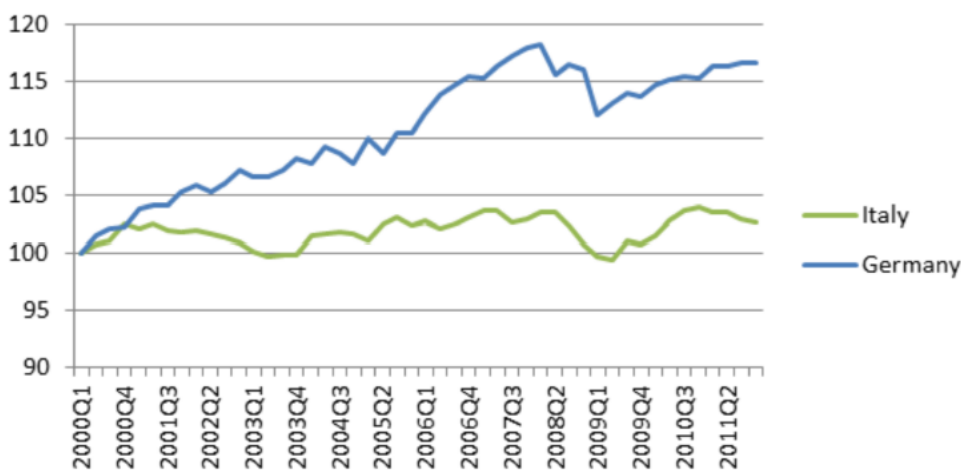
La incertidumbre se expandiría luego a Francia e Italia, en el primer caso S&P le quitaría la AAA en enero de 2012, generando un incremento en las tasas de interés. Italia, también sufriría un alza en el costo del crédito, principalmente por las dudas que generaba la posibilidad de ésta de renovar los vencimientos, (El ratio deuda / PBI se ubicaría en 130%).

Costo laboral unitario basado en el tipo de cambio real multilateral



Fuente: Manasse, Paolo. *The Roots of the Italian Stagnation* [en línea]. CEPR (Centre of Economic Policy Research), 2010. < <http://voxeu.org/article/roots-italian-stagnation>>

Productividad laboral horaria



Fuente: Ibid

El problema de fondo sería el mismo que el de Portugal: Pérdida de competitividad. En este sentido, vale la pena traer aquí lo publicado por Paolo Manasse en su artículo “The

Italian Stagnation³². Manasse compara la competitividad de Italia contra Alemania, a través del costo unitario basado en el tipo de cambio real multilateral. Se puede apreciar en el siguiente gráfico, como desde la implementación del euro, Italia fue retrasándose respecto de Alemania hasta el año 2009, registrando una pérdida del 23%. Luego, hace un análisis de los factores que componen dicha magnitud, siendo éstos: compensación horaria, productividad horaria, contribución a la seguridad social e impuesto al consumo. De todos, el que único que afecta en cuantía como para justificar el desfasaje es la productividad horaria. No sólo Alemania la mejoraría notablemente, sino que en Italia se estancaría con un magro crecimiento del 2,7% en 10 años.

Luego de que Moody's le bajara la calificación crediticia a Italia en el medio de la reversión de flujos y, las tasas de interés de los bonos italianos subieran, Silvio Berlusconi debería renunciar por la quita del apoyo del Parlamento previa aprobación de un programa de ajuste acordado con el FMI. El encargado de implementarlo sería su sucesor, Mario Monti, un tecnócrata proveniente del sector privado que tendría como principal misión reestablecer el orden político. Por su característica, Monti trajo calma a los mercados seguida de una baja en las tasas. El nuevo primer ministro ejecutaría una reforma en el sistema de pensiones incrementando la edad jubilatoria e impondría un impuesto a las propiedades, ambos, demandados por el mismo mercado.

Traemos nuevamente aquí, la importancia del anuncio de Mario Draghi de junio de 2012. En realidad, el anuncio lo hizo justamente porque países como Francia e Italia estaban siendo agredidos por los mercados, y la caída de la segunda y la tercera economía de Europa, se llevaría por delante el Euro. Luego, como en el resto de los casos, las tasas comenzarían un sendero bajista llevando tranquilidad a los mercados, postergando el problema para más adelante.

Chipre

Por último, haremos una breve mención a lo sucedido en Chipre, para demostrar que lo ocurrido es similar a los demás países, aunque no lo tendremos en cuenta en nuestros futuros análisis ya que el tamaño de su economía es marginal, (un 10% de la de Grecia).

Los eventos previos a la crisis serían similares a los de España e Irlanda, una entrada fuerte de capitales extranjeros que generaría una burbuja inmobiliaria con una deuda del sector privado llegando al 750% del PBI. Qué, por su cercanía geográfica y cultural con Grecia estaría invertido también en deuda soberana de ese país. Luego de que su deuda fuera calificada como "junk" (basura) por las calificadoras de riesgo en 2012, se dispararían los costos de financiamiento y obligaría al gobierno a pedir un primer rescate a Rusia por 2.500 millones de euros. El pedido sería hecho a este país con la intención de evitar implementar medidas de ajuste severo requeridas por la UE. También se haría esta elección por la gran cantidad de inversiones rusas en el país.

³² Manasse, Paolo. *The Roots of the Italian Stagnation* [en línea]. CEPR (Centre of Economic Policy Research), 2013. <<http://voxeu.org/article/roots-italian-stagnation>>

En junio de 2012, el tesoro se vería obligado a pedir un nuevo rescate y esta vez sí, a la Unión Europea. Como el gobierno local sería de izquierda y no estaría dispuesto a implementar el ajuste requerido, las negociaciones se estirarían hasta marzo de 2013, momento al que se llegaría a un acuerdo debido al cambio de gobierno. Esta demora generaría incertidumbre y daría lugar a una fuga de depósitos, que sería contenida mediante la línea de liquidez de emergencia del ECB. Inmediatamente antes de anunciar el rescate, se aplicaría un control de capitales permitiendo una extracción máxima de 300 euros diarios.

El acuerdo final contendría los siguientes puntos:

- Recapitalización del sistema financiero
- Cierre del Laiki Bank
- Reducción del gasto público
- Reformas para ganar competitividad
- Privatizaciones

Además, Chipre también se vería favorecido por las palabras de Draghi, recuperando la confianza del mercado, logrando volver a tomar deuda en junio de 2014. Respecto del control de capitales, las restricciones serían levantadas en forma progresiva desde 2014 y se daría por finalizado en abril de 2015.

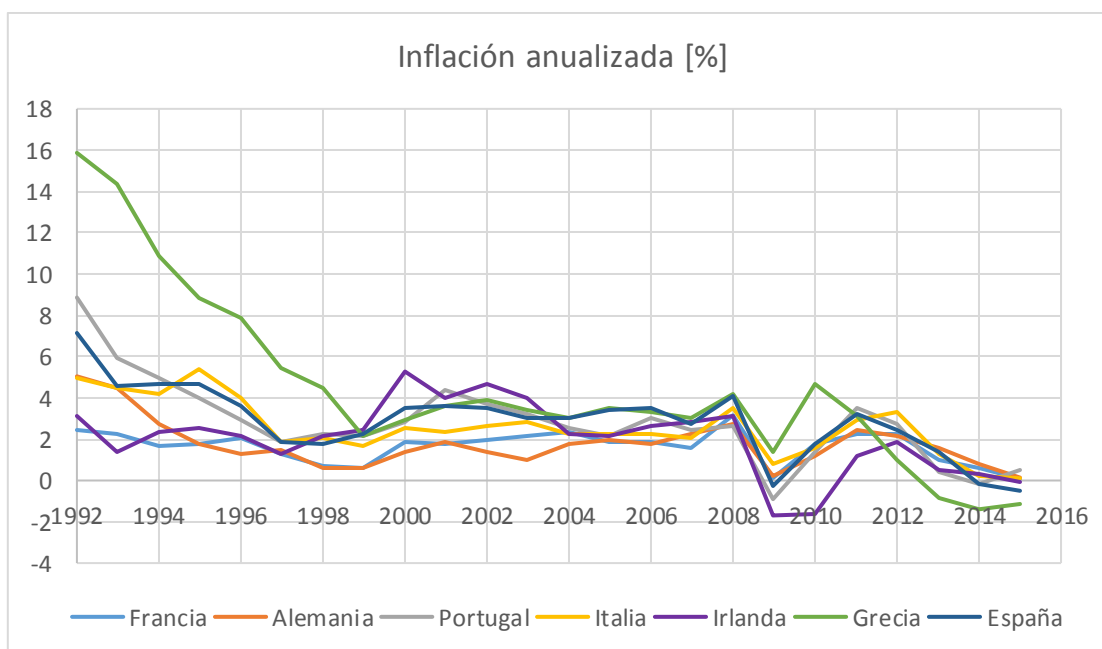
Europa Comparada

Como cuando analizamos el caso de Latinoamérica, haremos un análisis comparativo transversal de la evolución de los principales indicadores de la economía para los miembros de la Eurozona que nos importan. El objetivo, aquí nuevamente, será intentar entender el impacto de la creación del euro en las economías en cuestión.

Inflación

En la primera sección de este trabajo, cuando explicamos la historia de la Unión Europea, mencionamos que uno de los principales objetivos de la moneda única, sería extender los bajos niveles de inflación alemana a los demás miembros. Especialmente, a los países de la periferia.

En el siguiente gráfico, vemos como desde la década previa a la entrada en vigencia del Euro (más precisamente desde la firma del Tratado de Maastricht), las tasas de inflación irían convergiendo progresivamente a los niveles de Alemania (línea naranja), y se ubicarían en la zona del 2-4% entre 2002 y 2007. Si bien se nota una reducción en el rango de valores entre miembros, el caso más notorio sería el de Grecia (línea verde), considerado uno de los países periféricos. Reducción que se mantendría hasta la crisis de las hipotecas subprime, momento en cual Irlanda y Portugal registrarían deflación al tiempo que aumentaría la dispersión. Ya a partir de 2012, se produciría nuevamente una convergencia en los valores que se mantendría hasta la actualidad.

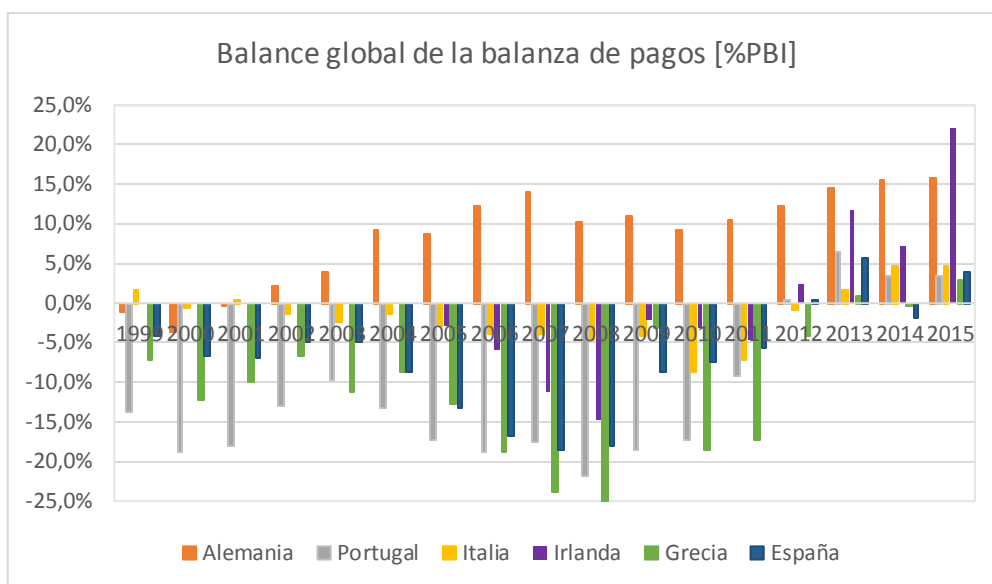


Fuente: elaborado con datos de: International Monetary Found, World Economic Outlook Database [en línea]. Nueva York. <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2016/01/weodata/index.aspx>>, International Monetary Found, octubre 2016, [10 noviembre 2016]

Como conclusión, podemos decir que la introducción del euro sería una medida exitosa en su objetivo antiinflacionario, especialmente en el caso de Grecia, que, por ser un país con menor disciplina fiscal, se vería obligada a implementar medidas para cumplir con los criterios de convergencia. También es importante destacar, que una crisis internacional como la del año 2008, no sería un evento desestabilizador en este sentido, sino, que una vez superado el shock, los valores volverían a la normalidad. Por último, el miedo de Alemania a una política monetaria expansiva fuerte que empujara la reactivación, llevaría al bloque a sufrir deflación en los años posteriores a la crisis. Igualmente a lo sucedido con la convertibilidad, la falta de flexibilidad de este tipo de régimen monetario le impediría a los países del sur de la eurozona reaccionar ante shocks externos.

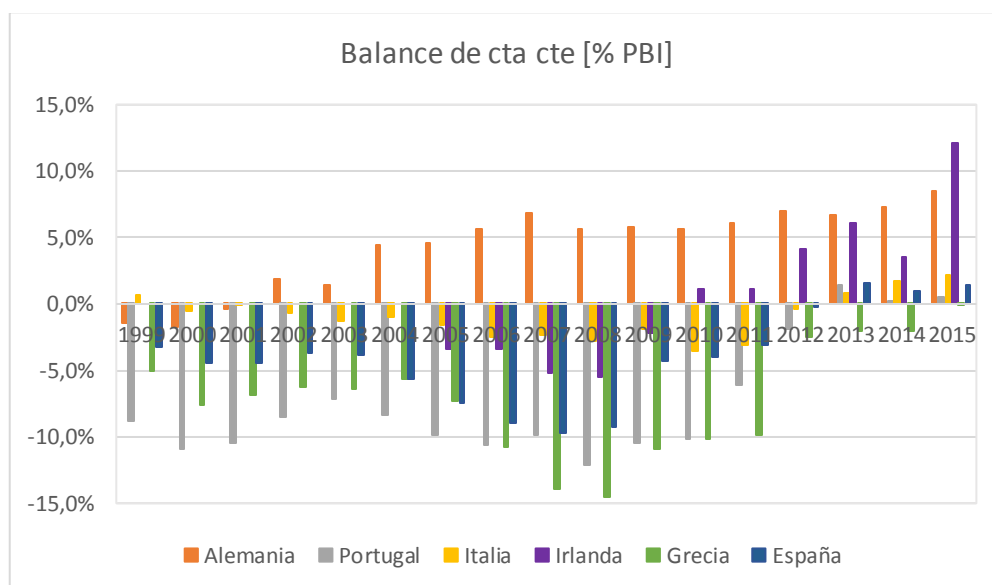
Balanza de pagos

Cuando miramos la evolución del balance global de la balanza de pagos, podemos observar los que hemos comentado al analizar la evolución histórica de la crisis. Durante los primeros años de la década del 2000, y hasta la crisis de las hipotecas sub prime, se produciría un ingreso de capitales a los países del sur desde los países centrales. Luego de la gran recesión, el flujo se mantendría positivo, pero perdería intensidad. De todas maneras, el impacto se haría notar por el alto nivel de endeudamiento tanto soberano como privado. Una vez estallada la crisis local en 2012 y hasta la actualidad, la disminución en el ingreso se transformaría ya en una reversión, produciéndose un vuelo a la calidad, teniendo que intervenir el ECB mediante QE (expansión cuantitativa) para mantener las curvas de tasas planas. El desfinanciamiento por la cuenta capital debería ser compensado mediante un superávit en la cuenta corriente.



Fuente: elaborado con datos de: World Bank, *World Development Indicators* [en línea]. Nueva York. < <http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?source=world-development-indicators> > World Data Bank, [consulta: 11 nov 2016].

Cuenta corriente



Fuente: elaborado con datos de: World Bank, *World Development Indicators* [en línea]. Nueva York. < <http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?source=world-development-indicators> > World Data Bank [consulta: 11 nov 2016].

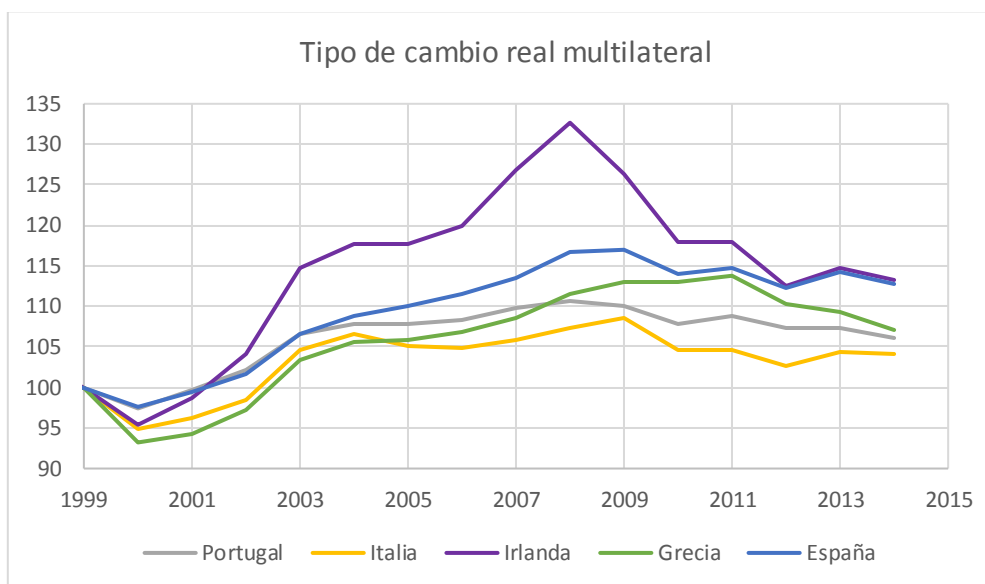
El patrón de comportamiento de la cuenta corriente sería similar al de la balanza de pagos. Sin embargo, de aquí podremos sacar interesantes conclusiones. Luego de la crisis de 2011-2012, las cuentas del sector externo mejorarían drásticamente, y en el caso de Irlanda, lo continuarían haciendo hasta la actualidad. Contrariamente a lo imaginado, junto con el freno de la economía se daría un importante incremento en la participación de las exportaciones y uno moderado en el caso de las importaciones. Éstos dos

movimientos son los que explicarían el cierre o disminución del déficit ya que los ingresos primarios y secundarios se mantendrían estables.

Exportaciones				Importaciones			
	2002-2007	2015	+ / -		2002-2007	2015	+ / -
Grecia	20,7%	30,1%	9,4%	Grecia	30,9%	30,3%	-0,6%
España	25,4%	33,1%	7,7%	España	29,1%	30,7%	1,6%
Italia	25,0%	30,2%	5,2%	Italia	25,0%	27,0%	2,0%
Irlanda	81,9%	121,4%	39,5%	Irlanda	69,6%	100,6%	31,0%
Portugal	28,1%	40,3%	12,2%	Portugal	36,2%	39,6%	3,4%

Fuente: elaborado con datos de: World Bank, *World Development Indicators* [en línea], <http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?source=world-development-indicators>, World Data Bank, [consulta: 16 noviembre 2016].

Competitividad cambiaria



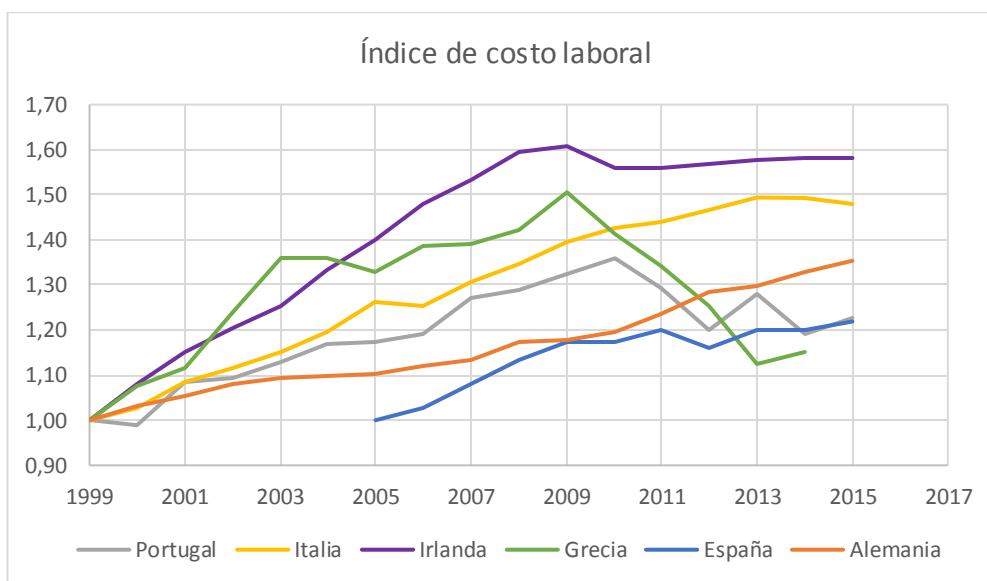
Fuente: elaborado con datos de: World Bank, *World Development Indicators* [en línea], <http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?source=world-development-indicators>, World Data Bank, [consulta: 12 octubre 2016].

La competitividad del tipo de cambio real multilateral de este grupo de países, evolucionaría con la misma tendencia, aunque con distinta dispersión. Desde el año 2000 y hasta la crisis del 2008, se produciría un gran deterioro de los términos de intercambio, principalmente por la apreciación del euro, que pasaría de cotizar 0,82 dólares a 1,60 dólares. Luego de Lehman Brothers, la divisa iniciaría un camino zigzagueante hacia la baja hasta quedar moviéndose en un rango entre 1,05 y 1,12 dólares. El principal afectado sería Irlanda, ya que, al tener un gran intercambio comercial con el Reino Unido, y al apreciarse también el euro respecto de la libra esterlina en el mismo período, tendría que llevar a costas la combinación de ambos efectos. Esta apreciación cambiaria, si podría ser soportada por países como Alemania, Holanda y Austria, que históricamente tendrían niveles de productividad más altos que sus pares del sur, pero estos últimos, perderían gran cantidad de empleos sin tener la posibilidad de hacer un ajuste devaluatorio como compensación.

Salarios y productividad

Desde el inicio de la existencia del euro y hasta la gran recesión, la bonanza traería con si un incremento en la percepción de riqueza, y junto con ella, de las demandas salariales. Esto lo podemos ver bien en el gráfico de esta página. Como mencionáramos anteriormente, el ingreso de capitales permitiría financiar en casos como en los de Irlanda y España, un boom en la construcción, que causaría un crecimiento vertiginoso de la economía, y que por ser un bien no transable, permitiría el incremento salarial tan acentuado. Grecia, en cambio haría una expansión fiscal, aumentando la cantidad de empleados estatales y su nivel de ingresos, finalmente, lo de Portugal e Italia, se debería a factores estructurales del sector privado de la economía.

Del gráfico podemos apreciar que: Irlanda y España, ni bien producido el estallido de la burbuja inmobiliaria, dejarían de perder competitividad (siempre hablando de costos laborales), aunque no volverían a recuperarla en términos absolutos (pero sí si se las compara con Alemania). También podemos notar que la profunda reforma laboral implementada en España no causaría los efectos esperados. En cambio, en los casos de Portugal y Grecia si daría resultados. Portugal podría recuperar 15 puntos y Grecia más de 40, incluso quedando con un costo menor que el de Alemania.

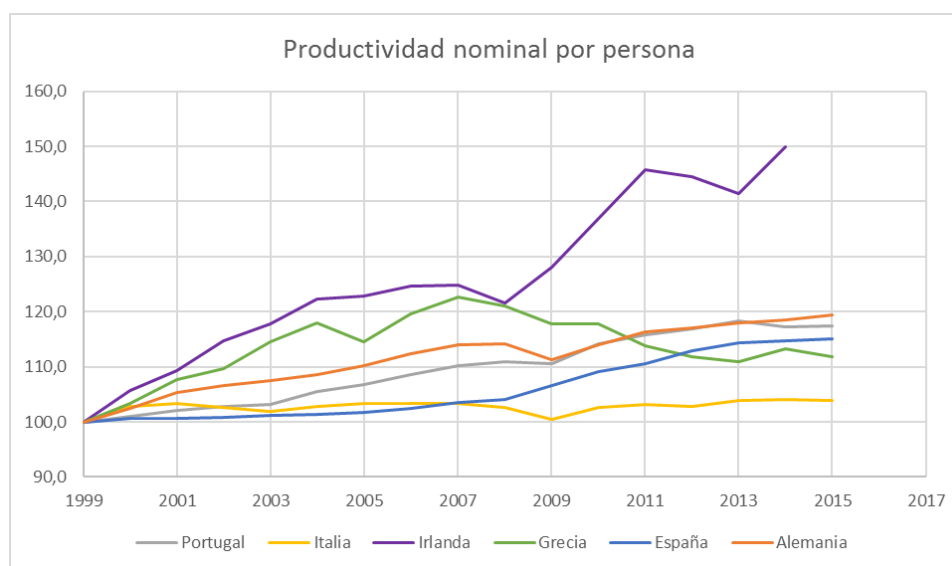


Fuente: elaborado con datos de: European Union. *Labour cost index, nominal value*. [En línea]. Eurostat. 18 mar 16. “compensation of employees plus taxes minus subsidies - Industry, construction and services (except activities of households as employers and extra-territorial organisations and bodies)” <<http://ec.europa.eu/eurostat/web/labour-market/labour-costs/main-tables>>[09 - junio - 16]

Respecto de la productividad por persona, el gran ganador sería Irlanda. El caso irlandés impresiona, si bien no obtendría ventajas por el lado del costo laboral, si las conseguiría desde el lado de la productividad por trabajador. Desde 1999 y hasta la crisis sub prime, consiguió un adicional del 20%, que, no llegaría a compensar el 60% del incremento en costos. Pero, luego de la crisis, mientras los costos se mantenían estables, la productividad aumentaría un 30%, manteniéndose el producto de los dos factores

levemente por encima de 1999. Grecia, si bien lograría reducir los costos fuertemente, tendría una baja en la productividad horaria de 10 % que le jugaría en contra.

En cambio, Portugal, podría sacar provecho de ambos factores mejorando su productividad por persona en 7%. España, quien se mantendría estable hasta el 2008, lograría mayor eficiencia a partir de ese año hasta obtener 15% en los siguientes siete años, registrando un comportamiento de ambas curvas similar al irlandés. Luego Italia, marcaría un estancamiento productivo a punto tal de mejorar sólo un 1% en 15 años, que no llegaría a compensar la suba en los costos laborales. Finalmente, Alemania, nuestra base de comparación, casi que no registraría la crisis, logrando mejoras año tras año hasta llegar un 20%, que, sin embargo, no compensaría los costos laborales.



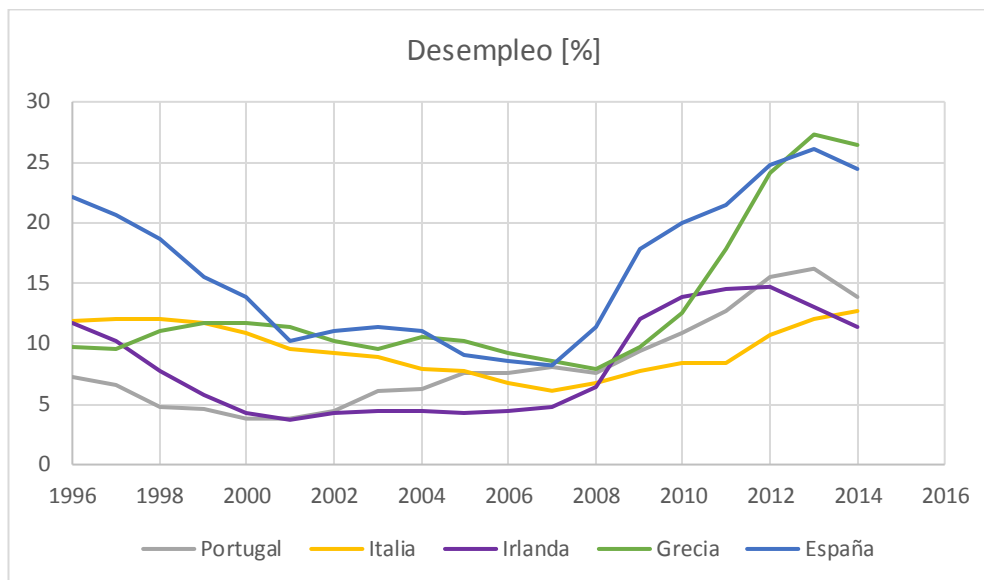
Fuente: elaborado con datos de: European Union. *Labour productivity and unit labour costs*. [En línea]. Eurostat. 17 nov 16. "Real labour productivity per person" <http://ec.europa.eu/eurostat/data/database?node_code=tec00116> [17 - junio - 16]

Desempleo

Los años anteriores al debut del euro y los primeros dos del mismo, serían auspiciosos desde el punto de vista del empleo. En tan solo 5 años, España lograría reducir la tasa de paro en más de 10 puntos porcentuales. Valores realmente muy buenos para cualquier economía. Irlanda mostraría también una mejora destacable llevando la tasa desde el 11,7% al 3%. Los países restantes también encontrarían una mejora, aunque menos acentuada. Luego de la crisis de 2001, los mercados internacionales comenzarían un bull market que también afectaría a la economía real. Ello se reflejaría en este indicador, con la continuación de la tendencia, aunque moderada, pero con la excepción de Portugal que iniciaría un sendero al alza constante que continuaría hasta la actualidad.

Pero todo cambiaría a partir de 2008. El contagio de la crisis hipotecaria en Estados Unidos revertiría la tendencia, comenzando a frenarse las economías, aumentando la cantidad de desocupados. Adicionalmente, la crisis de deuda soberana propia de Europa

no haría más que empeorar la situación, llevando las tasas de desocupación a más del 25% en España y Grecia y en los tres países restantes, a alrededor del 12%. Salvo en Italia, la tendencia comenzaría a revertirse levemente en 2013, sin embargo, la falta de crecimiento de las economías, dejarían para adelante un panorama poco alentador.



Fuente: elaborado con datos de: World Bank, *World Development Indicators* [en línea]. Nueva York. < <http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?source=world-development-indicators> > World Data Bank, [consulta: 11 nov 2016].

Otro punto a destacar sería el gran salto en el desempleo juvenil desde el año 2007 (pre Lehman) hasta 2014 (últimos datos disponibles), donde más que se duplicaría la tasa. Por el lado de Portugal, hablamos de valores de 16,7% (2007) contra 34,8% (2014); Italia: 20,4% vs 42,7%; Irlanda: 9,1% vs 23,9%; Grecia: 22,9% vs 52,4%; y España: 18,1% vs 53,2%. Lógicamente, esta dimensión es una de las mayores preocupaciones de la sociedad europea.

Tamaño de la economía

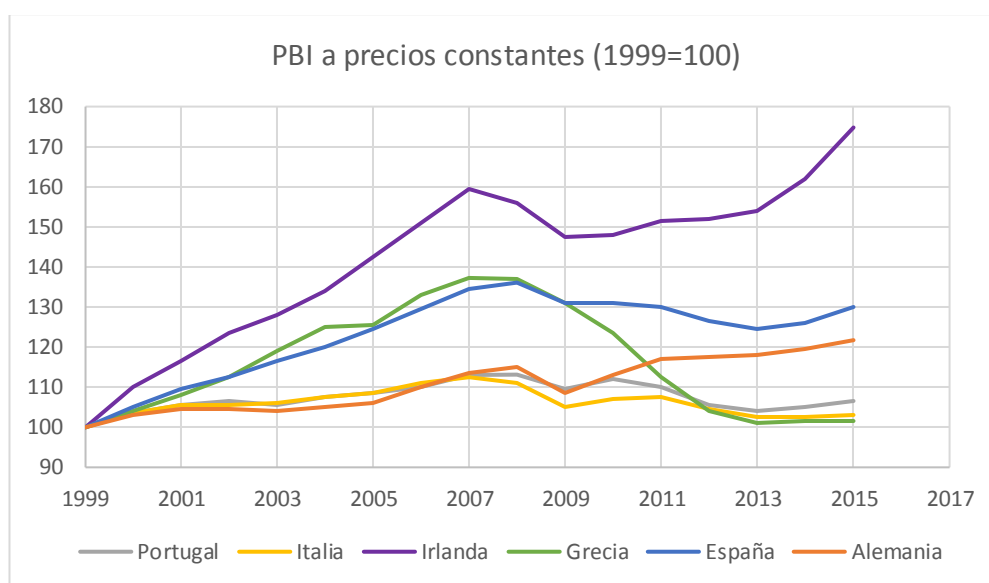
Respecto del crecimiento de las economías, no podemos decir que el Euro haya tenido un impacto concreto respecto de los años anteriores desde el tratado de Maastricht. Las economías reaccionarían en forma dispar. Por ejemplo, países como Portugal, Italia, Irlanda, y la misma Alemania, no verían grandes cambios en su tasa de crecimiento, sin embargo, Grecia y España, tendrían una aceleración.

Lo que sí resultaría notorio sería la caída Post Lehman, en donde todos los países sufrirían o bien un freno, o una contracción. Destacándose en este último caso Grecia, quien en los siete años registraría una baja promedio en el crecimiento del 3,7% (demasiado para una Nación). Si vemos los parámetros en forma puntual, de los países del sur, Irlanda sería el primero en recuperarse habiendo alcanzado los niveles pre Lehman para 2014, y habiendo incluso retomado las altas tasas de crecimiento desde ese mismo año. España

sería el país que le sigue, habiendo retornado al crecimiento en 2014 y mantenido hasta la actualidad. En este caso, se vería fuertemente favorecida por un crecimiento del turismo producto de la gente que solía vacacionar en medio oriente, y que debido a la guerra en Siria, decidiría cambiar su destino.

	Portugal	Italia	Irlanda	Grecia	España	Alemania
Maastricht	2,4	1,4	7,3	2,1	2,3	1,4
Euro	1,8	1,5	6,6	3,9	3,9	1,7
Post Lehman	-0,7	-1,0	1,2	-3,7	-0,4	0,9

Fuente: elaborado con datos de: World Bank, *World Development Indicators* [en línea]. Nueva York. < <http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?source=world-development-indicators> > World Data Bank [consulta: 11 nov 2016].

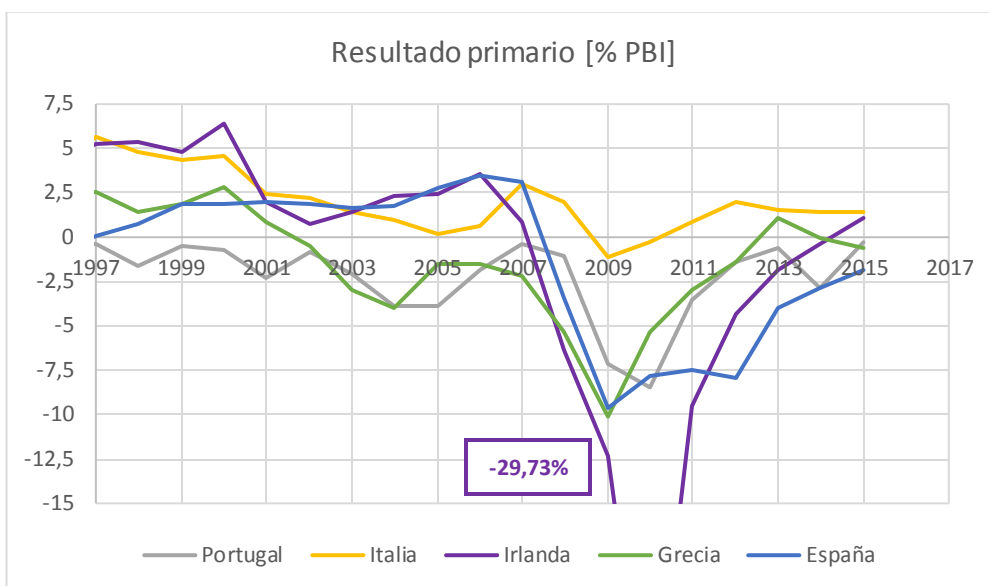


Fuente: elaborado con datos de: World Bank, *World Development Indicators* [en línea]. Nueva York. < <http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?source=world-development-indicators> > World Data Bank [consulta: 11 nov 2016].

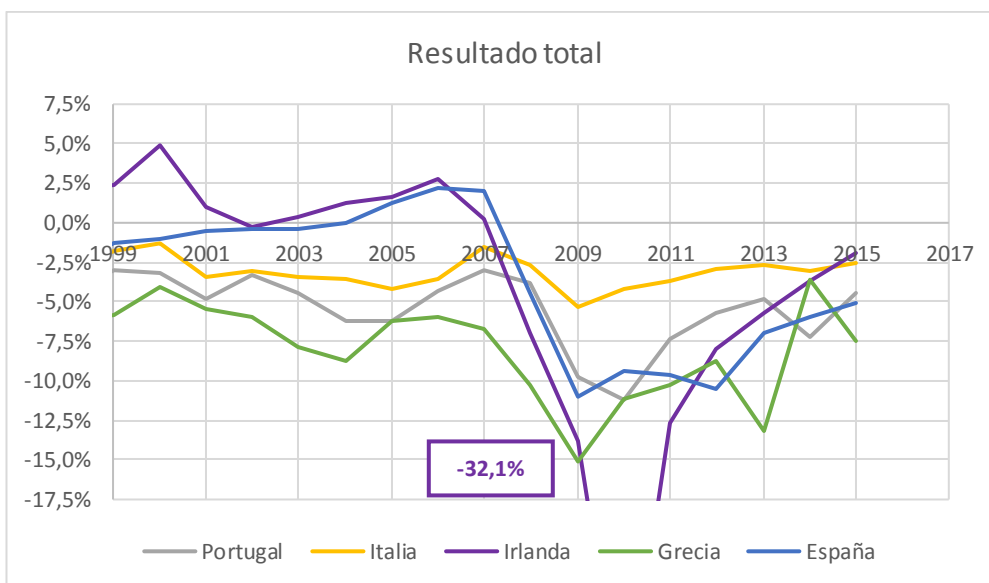
Finalmente, Grecia, Italia y Portugal, seguirían hasta el día de hoy, y luego de una baja que duraría hasta 2013, con sus economías completamente estancadas y sin perspectivas de mejora.

Resultado fiscal

Previo a la crisis, el comportamiento fiscal de los países sería dispar. Por un lado, Grecia, haría “los deberes” en los años previos al ingreso a la eurozona, con la intención de cumplir con los criterios de convergencia que le eran solicitados. Pero luego, “aflojaría el cinturón” y le daría rienda suelta al gasto público. El déficit primario llegaría al promedio del 2,1% del producto. Portugal, en cambio, estaría siempre por debajo del cero, con un promedio algo menor al griego. Luego, los tres países restantes, registrarían superávit primario en todo momento hasta el 2007, con promedios que irían desde el 2,1% al 2,7%.



Fuente: elaborado con datos de: International Monetary Found, World Economic Outlook Database [en línea]. Nueva York. <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2016/01/weodata/index.aspx>>, International Monetary Found, abril 2016, [19 noviembre 2016]



Fuente: elaborado con datos de: European Union. *Government deficit/surplus*. [En línea]. Eurostat. 25 octubre 16. <<http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=en&pcode=tec00127&plugin=1>> [19 - noviembre - 16]

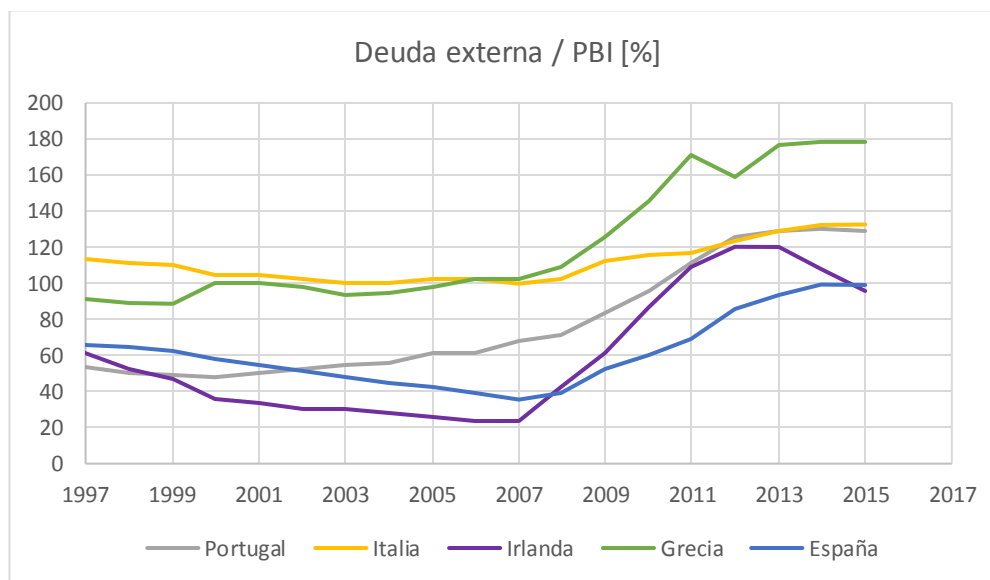
El gran cambio vendría con la crisis. El desplome de la actividad daría un golpe durísimo a la recaudación, que además en los casos de España e Irlanda, se agravaría por la necesidad de que el tesoro saliera a rescatar a la banca que se estaría desintegrando. Irlanda, llegaría a valores increíblemente altos cuyo pico sería de 29,7% en 2010; España estaría cuatro años seguidos por encima del 7%; Portugal tendría un 2010 con 8,5%; Grecia un 2009 con más del 10%; y finalmente Italia, a contra mano del resto, se mantendría siempre por encima del 0% salvo en 2009 con -1,1%. Luego de la gran

recesión, implementados los ajustes, los resultados fiscales en todos los casos iniciarían una tendencia hacia el punto de equilibrio, pudiendo considerarlos efectivos desde este punto de vista, aunque como ya vimos, tendrían un fuerte impacto en el crecimiento y el desempleo.

Si al resultado fiscal primario le agregáramos la carga de la deuda, el panorama ya no luciría tan pintoresco. Los dos únicos países con las cuentas en orden antes de la crisis serían Irlanda y España, que, por otra parte, tendrían una baja relación deuda / PBI. Irlanda, hoy en día se encuentra encaminada a un equilibrio de sus cuentas fiscales, sin embargo, España, aunque mejoraría, todavía se encuentra lejos de la zona de tranquilidad (-5,1%). Italia, que mostraría buenos resultados primarios, no deja de ser un caso preocupante debido a su alto nivel de endeudamiento y a su déficit crónico en torno al 2,5% del PBI. Portugal y Grecia, muy complicados.

Deuda pública

Aquí llega tal vez, el gran problema a resolver, el nivel elevado de endeudamiento de los gobiernos. En el gráfico siguiente podemos apreciar que el comportamiento de los ratios deuda / pbi sería similar, pero con distintos niveles de stock. Vemos aquí, una vez más, que España e Irlanda tendrían los mejores comportamientos, pero, no nos olvidemos que el principal motivo por la mejora de las cuentas fiscales sería los altos ingresos impositivos producto del vertiginoso crecimiento inmobiliario, que, una vez estallada la burbuja, obligaría a los soberanos a compensar tantos años de bonanza con la obligación de inyectar liquidez al sistema financiero. Es increíble incluso, el impacto que esto último tendría, ya que Irlanda se endeudaría ¡1 PBI en 5 años!



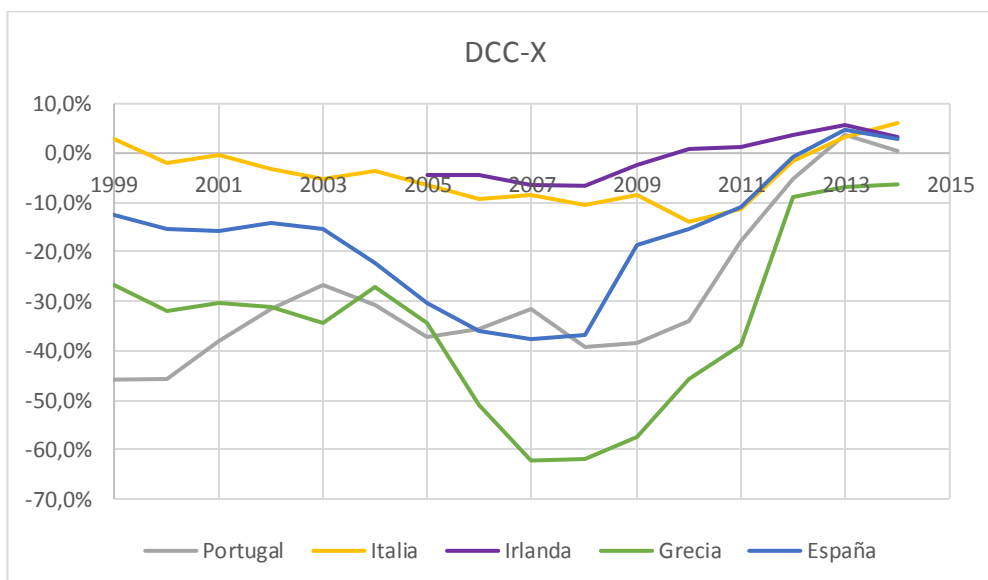
Fuente: elaborado con datos de: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database [en línea]. <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2016/01/weodata/index.aspx>>, International Monetary Fund, abril 2016, [19 noviembre 2016]

España, no queriendo ser menos, más que duplicaría sus niveles de deuda previos a la crisis. Portugal, crecería en forma constante y con poca volatilidad de sus obligaciones soberanas, producto al igual que en el caso de Italia (que apenas empeoraría su performance), de los bajos niveles de competitividad de la economía. Finalmente, Grecia, partiendo de niveles de endeudamiento del 100% del PBI, se encuentra hoy debiendo casi el doble de su producto a pesar de haber sido rescatada tres veces.

Volvemos a traer aquí lo paradójico del comportamiento de la curva de tasas de interés de los bonos a 10 años. Todos los países, no importa el nivel de endeudamiento, pagarían muy similares tasas de interés. Nadie repararía en ésto, lo que generaría una situación de confort de los gobiernos y la posibilidad de no ordenar las cuentas en el momento en que se podría haber hecho. Por suerte hoy los niveles están estabilizados e incluso Irlanda ha mejorado su situación iniciando un camino a la baja. No obstante, todas estas economías están vulnerables a shocks externos futuros.

Fragilidad externa

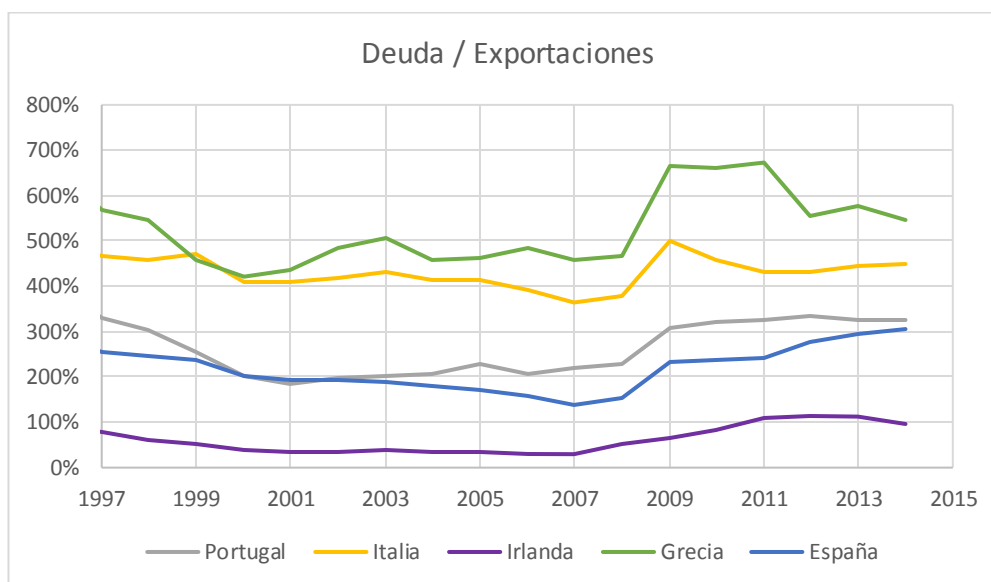
Nos queda revisar los principales indicadores de fragilidad de la economía. El punto de partida no sería el mismo en todos los casos. Por ejemplo, si analizamos el déficit de cuenta corriente sobre las exportaciones (DCC/X), Italia e Irlanda llegarían a 2008 con niveles superiores al -10% desde la entrada a la zona euro (para Irlanda no hay datos). Muy bajo si lo comparamos con España, que desde 1999 y hasta 2003 estaría en torno al -15% y luego derraparía hasta el -37% en 2007. Grecia tendría una curva similar a la española, pero desplazada hacia abajo, empezando el milenio en torno a -30% y llegando a un mínimo de -62% en 2007. Finalmente, Portugal a partir del 2001 se movería entre un -30% y un -40%.



Fuente: Elaborado con datos de: World Bank, *World Development Indicators* [en línea]. Nueva York. <<http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?source=world-development-indicators>> World Data Bank [consulta: 11 nov 2016].

Luego del ajuste de 2008 y con la mejora (también desde la crisis), del tipo de cambio multilateral, todos los países habrían podido llevar el saldo de la cuenta corriente, a valores positivos o casi positivos, lo que impactaría directamente en una mejora de la fragilidad externa.

Cuando analizamos los ratios deuda / exportaciones, vemos varias cosas. En primer lugar, que las economías pre euro serían todas muy distintas. Por un lado, Irlanda sería una máquina de exportar, lo cual si lo juntamos con el bajo nivel de endeudamiento daría niveles de fragilidad muy bajos, cercanos al 35%. Luego tenemos al bloque Ibérico, con España y Portugal rondando la zona del 200%, y finalmente Italia y Grecia, que, aunque se trataría de economías diferentes, por el alto nivel de endeudamiento se moverían entre el 400% y el 500%. Luego, es importante destacar que el incremento de la deuda pesaría mucho más que el incremento de las exportaciones, haciendo que el ratio tuviera un comportamiento similar al primero, aumentando la fragilidad en el momento de crisis. Esta razón, es lo que justifica que al día de hoy, a pesar de haber mejorado la cuenta corriente, no se habrían logrado mejoras en la relación deuda / exportaciones.



Fuente: Elaborado con datos de: World Bank, *World Development Indicators* [en línea]. Nueva York. < <http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?source=world-development-indicators> > World Data Bank [consulta: 11 nov 2016].

Conclusiones:

Para comenzar, podemos concluir que ambos procesos constan de cuatro etapas:

Etapa 1: Implementación, y primeros efectos.

Por el lado de Latinoamérica, el objetivo de la convertibilidad cambiaria (o un tipo de cambio pegado al dólar), sería poner fin al proceso hiperinflacionario de fines de los 80. Nadie en ese entonces se preocuparía por los efectos colaterales, sino que toda la

atención estaría puesta en encontrar algún mecanismo que permitiera poner fin a la crisis. Por ello su alto éxito inicial, logrando una baja abrupta de la inflación, y una imagen positiva de los jefes de estado de entonces. Todo esto, en un contexto de tasas de interés bajas por parte de la FED que direccionaría el flujo de capitales hacia los países emergentes.

En este sentido, aunque visto como un problema mucho menor, sería también satisfactoria la implementación del euro en el continente europeo. Del análisis hecho oportunamente, vimos que Grecia sería el país más beneficiado con una baja desde el 16% al momento de la firma del Tratado de Maastricht, al 2% al momento de su entrada en la eurozona. El resto de los países analizados, también mostrarían una convergencia a los niveles de Alemania. No obstante, el objetivo del euro sería mucho más ambicioso. El euro sería visto como una continuación del proceso de unificación del continente nacido en la posguerra, con el fin de evitar nuevos conflictos devastadores. Si bien se trata de dos sistemas diferentes, lo cierto es que (como vimos en el análisis comparativo del Consenso de Washington con la Unión Europea (pág. 24), estamos hablando de dos procesos con bases muy parecidas.

Etapas 2: Aumento del consumo y endeudamiento

Al comienzo, los mercados tomarían ambos proyectos en forma muy positiva, los primeros años habría un fuerte flujo de capitales hacia estos países tornando a la cuenta corriente deficitaria. Dicho influjo, haría bajar el costo de financiamiento tanto del Estado como del sector privado, que, al agregarse a un tipo de cambio anclado a las monedas fuertes de ambas regiones, (El dólar estadounidense para Latinoamérica, e indirectamente el ex Marco alemán para Europa), generaría una situación propicia para un aumento del consumo, en especial de bienes importados. Hasta aquí, optimismo, la gente pudiendo acceder a bienes y servicios a los que nunca antes había accedido, buena imagen de sendos modelos, y políticos todavía con fuerte apoyo popular.

Etapas 3: Atraso cambiario y pérdida de competitividad

El talón de Aquiles de estos sistemas sería la imposibilidad de compensar los atrasos del tipo de cambio real multilateral. Atarse de pies y manos permitiría planchar la inflación, a costa de entregar una de las principales variables de ajuste, máxime, si se toma en cuenta que estamos hablando de países con una histórica baja disciplina fiscal, disciplina necesaria para frenar el impulso de subir los salarios por encima de las mejoras de productividad.

Aquí es importante mencionar algo. En teoría el euro debería haber funcionado mucho mejor que la convertibilidad, esto es porque la convertibilidad implica pegarse a las decisiones de política monetaria de la FED sin la más mínima participación en la toma de decisiones. Haciendo que la posibilidad de compensar las variaciones en la oferta y la demanda, queden restringidas a políticas que permitan aumentos de competitividad en el primer caso, y a la capacidad de endeudamiento en el segundo. Por el contrario, en el caso de la zona euro, todos los países participan en las decisiones de política monetaria a través del Consejo de Gobierno del ECB. En cuanto a la competitividad, históricamente las culturas latinas no han podido seguir el paso de las sajonas, por lo que sería muy peligroso

confiar en esta herramienta, y en cuanto a la posibilidad de endeudarse, sería algo viable hasta el momento en que se cierra el mercado. Volveremos sobre la toma de decisiones más adelante.

En nuestro trabajo, hemos analizado el efecto de las medidas implementadas en cada una de las dimensiones más importantes de la economía a través de los países que integraban ambos bloques. Para no ser redundantes, traemos aquí un breve resumen en un cuadro:

	Latinoamérica	Sur de la zona euro
Inflación	Convergencia hacia la inflación de la moneda ancla (Dólar)	Convergencia hacia la inflación de la moneda ancla (Marco alemán)
Flujo de capitales	Fuerte Ingreso de capitales desde los países desarrollados por el alto optimismo	Fuerte Ingreso de capitales desde los países desarrollados por el alto optimismo
Cuenta corriente	Deficitaria, aumento de las importaciones	Deficitaria, aumento de las importaciones
Tipo de cambio	Atraso progresivo hasta el desencadenamiento de la crisis (estallido).	Atraso progresivo hasta el desencadenamiento de la crisis (contenida).
Salarios y productividad	Mejora en los niveles de productividad anulada por el crecimiento del salario en dólares	Mejora en los niveles de productividad anulada por el crecimiento del salario.
Desempleo	Crecimiento progresivo hasta registrar niveles históricamente altos (Argentina: 17.5%)	Crecimiento progresivo hasta registrar niveles históricamente altos (Grecia: 27.3%. España: 26.1%)
Tamaño de la economía	Crecimiento constante del PBI hasta la crisis	Crecimiento constante del PBI hasta la crisis. Más acelerado en los casos de Irlanda, España y Grecia.
Resultado fiscal primario	Positivo (México y Brasil), neutral (Argentina).	Positivo (Italia, Irlanda y España), negativo (Grecia y Portugal)
Resultado fiscal total	Deficitario (Argentina y Brasil), neutral (México).	Neutral a levemente positivo (Irlanda y España). Muy negativo: Italia, Grecia y Portugal.
Deuda pública	Creciente (Argentina y Brasil)	Estable, pero se dispararía con el rescate de la banca.
Fragilidad externa	Crecimiento muy pronunciado, producto del déficit de cuenta corriente.	Crecimiento muy pronunciado, producto del déficit de cuenta corriente. (A Grecia también la afectaría el crecimiento de la deuda)

Como se puede apreciar, las consecuencias en ambos bloques serían casi las mismas, pudiendo confirmar el enunciado propuesto al inicio de este trabajo, (pág. 4).

Etapa 4: La Crisis

El detonador de ambas crisis sería la reversión de los flujos de capitales de ingresantes a salientes. En el caso de los países latinoamericanos, producto de un ciclo de suba de tasas de interés por parte de la FED, en el caso de Europa, producto de los elevadísimos déficits fiscales (como en Grecia), o de los enormes rescates a la banca por parte del estado (como en Irlanda). A los países latinoamericanos, les pegaría por la imposibilidad de los Bancos Centrales de hacerse de divisas para sostener la paridad con el dólar, o sea, una crisis cambiaria. A los países europeos, les afectaría por la imposibilidad de captar fondos en el mercado para renovar sus compromisos, o sea, una crisis de deuda.

La clave en las consecuencias dispares, estaría en la presencia de un prestamista de última instancia. Y en ese sentido, sería clave el factor contagio que podría llegar a tener el país en problemas. No por nada EEUU saldría a respaldar a México frente a la crisis del Tequila con 20.000 millones de dólares según analizamos previamente (el NAFTA entraría en vigencia ese mismo año), y por otro lado dejaría que Argentina se hundiera al hacer uso de su poder en el directorio del FMI para negar un salvataje en la presidencia Bush en 2001. Los vínculos comerciales serían claves en ese sentido, y el hecho de que la Unión Europea sea un mercado integrado, determinante. Otro factor importante sería el tamaño. Cuando Chipre tuvo que ser rescatado, no fue una gran preocupación para el resto de los países de la eurozona, pero cuando el que tambaleó fue España, las alarmas se encendieron. Dejar caer a España significaría el fin de la Unión.

Desenlace	<p>México: estallido y rápida recuperación con respaldo de EEUU.</p> <p>Brasil: estallido y rápida recuperación con respaldo del FMI.</p> <p>Argentina: colapso total.</p>	<p>Italia: en situación crítica pero no hubo crisis.</p> <p>Portugal, Irlanda, España: estallido con rápida estabilización por respaldo de la Unión Europea y del FMI, reestructuración posterior y salida pero en situación crítica.</p> <p>Grecia: estallido con 3 reestructuraciones de deuda, fuga de capitales y corralito bancario. Estabilización con ayuda de la Troika. Postergación del problema.</p>
------------------	----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

Como vimos en el cuerpo de este trabajo (pág 52), tanto México como Brasil saldrían de la paridad cambiaria con un freno en sus economías y una rápida recuperación, ya que contarían con respaldo y por ello el mercado de deuda no se les cerraría. En ambos casos, sin consecuencias sociales mayores. En cambio, Argentina, al no disponer de un prestamista de última instancia, no podría acceder a fondeo para renovar el pago de las obligaciones del tesoro, enfrentando la ruptura de la paridad cambiaria, y un default al mismo tiempo. Las consecuencias, desastrosas. Los casos europeos se asemejan mucho más a los de Brasil y México, excepto por Grecia, que atravesaría una fuga de depósitos, corralito bancario, impacto social, pero a diferencia de Argentina no llegaría a colapsar.

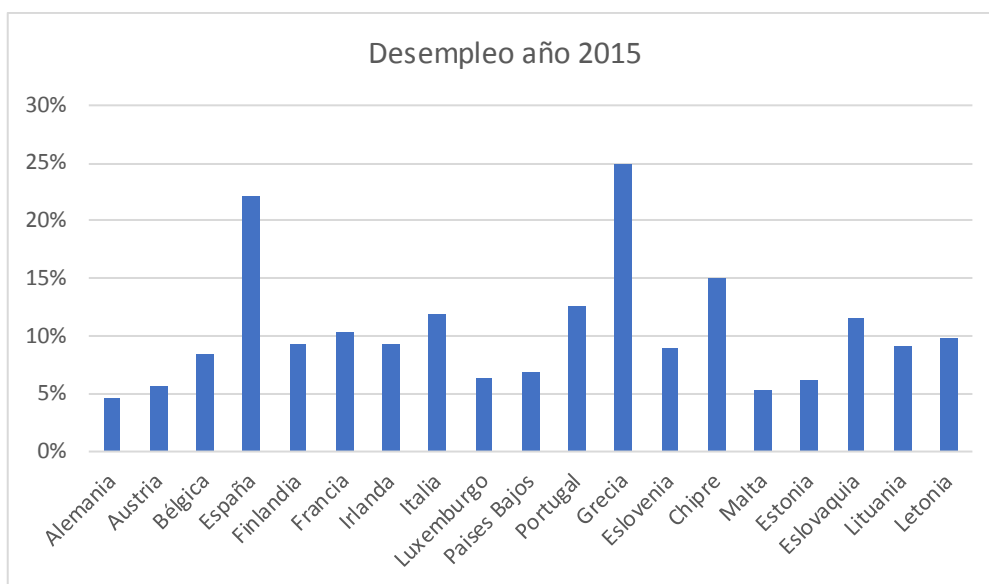
¿Qué fue lo que falló?

En Latinoamérica la falla estaría en la despreocupación por los efectos de largo plazo. Ya vimos que la urgencia por frenar la hiperinflación estaría por encima de cualquier otra cosa, y eso llevaría a sacrificar la importante herramienta de la devaluación como mecanismo de compensación de la falta de paridad de productividad en referencia al país ancla. Otro punto importante, sería el éxito del modelo. La convertibilidad había sido tan eficaz y había traído tan buenos resultados políticamente, que proponer abandonarla sería un suicidio electoral, prueba de ello es que en las internas partidarias de las elecciones presidenciales en Argentina de 1999, los candidatos que proponían su abandono, perdieron. Finalmente, encontramos el obstinamiento de los funcionarios de economía de turno, muchos pensarían que el modelo sería el correcto y que los desbalances se podrían corregir. Comentamos en nuestro trabajo el caso de México, en donde aún pasadas las elecciones presidenciales con el mercado atacando al Banco Central, no se abandonaría la paridad.

En la eurozona la cosa sería un poco más compleja, ya que se partiría de una falla económica del tipo conceptual, y radicaría en pensar que sería posible aplicar el modelo de zona monetaria óptima a la Unión Europea. Supuestamente, al ser una zona óptima, la movilidad de los factores permitiría compensar los desbalances. El punto es que en la práctica la eurozona no se comportaría como tal. La misma sería pensada desde el punto de vista político, y no desde el económico. Éste sería el error. Retomando lo mencionado en la sección sobre la teoría de este tipo de economías, hay cuatro factores clave para su implementación.

- 1) Movilidad laboral
- 2) Movilidad de capitales y bienes
- 3) Poseer ciclos económicos similares
- 4) Contar con un sistema común que permita compartir los riesgos (suelen ser transferencias presupuestarias).

La falla más importante estaría en la movilidad laboral. Dentro de la cual entran conceptos como la libre circulación de los trabajadores (contemplado en la UE), la no existencia de barreras idiomáticas ni culturales, y la existencia de políticas institucionales como la transferencia de pensiones y subsidios (punto también contemplado). Dentro de esto, el principal contribuyente serían las barreras idiomáticas y culturales. La eurozona cuenta hoy con 15 lenguas oficiales (La Unión Europea con 24, sin considerar los dialectos). 5 etnias con más de 30 millones de habitantes, y 4 grandes grupos religiosos (católicos, protestantes, ortodoxos, y ateos). Es lógico que estos factores afecten la movilidad laboral (especialmente el idioma). Y eso se puede ver en los dispares niveles de desempleo entre países. Cuando el grueso de los países registra niveles por debajo del 10%, España y Grecia se ubican por encima del 20%, más del doble.



Fuente: elaborado con datos de: World Bank, *World Development Indicators* [en línea], <
<http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?source=world-development-indicators>, >
 World Data Bank, [consulta: 12 enero 2016].

Aspectos políticos de la eurozona

El problema probabilístico

En la Unión Europea, el común de las decisiones se resuelve de acuerdo a un sistema de mayoría cualificada dentro del Consejo Europeo, que implica una doble mayoría reforzada de estados y población (semejante a un parlamento bicameral). Este sistema contempla un mínimo del 55% de los miembros del Consejo (voto fijo), que incluya al menos 15 estados miembros, y que además represente al menos un 65% de la población total de la Unión.

En la práctica este sistema ha traído muchos contratiempos, con discusiones muy prolongadas sobre la mejor alternativa para resolver un problema, siendo particularmente perjudicial en momentos de crisis que es donde se necesita actuar con celeridad. Para cuantificar el problema en forma aproximada, si agrupamos a los miembros en subbloques de acuerdo a características económicas, culturales, religiosas, y geográficas, podemos encontrar nueve grupos cuyos integrantes suelen votar en forma correlacionada. Ellos son:

- (1) El Reino Unido
- (2) Irlanda
- (3) Suecia, Dinamarca y Finlandia
- (4) Alemania, Holanda, Bélgica, Austria y Luxemburgo
- (5) Francia
- (6) Italia, España, Portugal, Grecia, Malta y Chipre.

(7) Polonia, República Checa, Hungría, Eslovaquia

(8) Croacia, Eslovenia Rumania y Bulgaria

(9) Estonia, Letonia, Lituania.

Esta cantidad de jugadores hace que desde el inicio la probabilidad de llegar a un acuerdo sea muy baja 23% (Ver anexo A). Adicionalmente, hay que considerar el efecto del factor cultural en cuanto a su amplitud misma.

El factor cultural

El factor cultural juega un papel clave a la hora de interpretar o realizar juicios de valor. (recomiendo leer el artículo “Una nueva guerra de religión”)³³. Cabe mencionar específicamente el caso de Alemania, (que, por ser el país con mayor PBI, tiene un poder político enorme, a tal punto que muchos hablan de la zona euro como la zona Marco, o de la Unión Europea como el IV Reich). Este país tiene la característica de ser muy estable en el tiempo, y poco permeable a los cambios, más todavía si se trata de implementar medidas que puedan aumentar la inflación. Traemos aquí nuevamente el pánico que sienten los alemanes a un incremento inflacionario, a causa de que durante el período de entre guerras, la hiperinflación fue uno de los motivos que hizo ascender al Nacionalsocialismo.

No por nada, el único objetivo del BCE en política monetaria es mantener acotada la inflación, a diferencia por ejemplo de los EEUU, que quedaron marcados por los altos niveles de desempleo producto de la crisis del año 1929, motivo por el cual la FED tiene el doble mandato de controlar la inflación, y mantener a raya el nivel de desempleo. Aquí es donde se entiende la oposición que puso Alemania a las bajas tasas de interés y a los programas de estimulación monetaria. Esta rigidez es la que nos permite decir que, así como ni Argentina, ni Brasil, ni México, le iban a poder condicionar la política monetaria a la FED, dado el peso de Alemania en la economía europea, casi ningún país de la zona euro va a poder imponerle condiciones al Bundesbank (a menos que la cosa se complique de verdad). Por eso, podemos decir que la zona euro, tiene un comportamiento bastante parecido al que tiene un sistema de convertibilidad.

Actualidad

En la actualidad, la situación es muy delicada. Luego de que Draghi intervenga llevando la tasa de referencia a 0%, inyectando liquidez vía LTRO (Long Term Repurchasing Operations), y prometiera hacer lo que fuera para defender al Euro (what it takes), las tasas de interés de los países del sur de la eurozona se plancharon (a excepción de Grecia) y los países volvieron al mercado de deuda. El punto es que siguen los problemas de competitividad producto de las asimetrías entre los países miembros, y la imposibilidad de ganar competitividad vía devaluación. Claramente los países del sur de la eurozona no son competitivos con un euro por encima de 1.30. El crecimiento es magro y la inflación

³³ Franco, Massimo. *Una nueva guerra de religión*. [En línea]. Voxeurop. 7 diciembre 2012. <<http://www.voxeurop.eu/es/content/article/2653381-una-nueva-guerra-de-religion>> [Consulta: 02-febrero 2017].

aún no está en los objetivos del ECB. Los niveles de endeudamiento son altísimos y los déficits fiscales incorregibles.

Finalmente, el alto desempleo trajo un descontento en la sociedad, que dio lugar a un auge de la derecha nacionalista a lo largo de toda Europa. Resultado de esto es la voluntad de la ciudadanía inglesa de retirarse de la Unión. Luego de la victoria de Trump, los mercados están a la expectativa de lo que pueda ocurrir en las elecciones presidenciales de Holanda en marzo, y de Francia en mayo, así como también de las de Alemania en agosto. El nacionalismo es un candidato con muchas chances de ganar los comicios, y eso podría ser el fin de la unión europea, ya que este punto está entre las promesas de campaña.

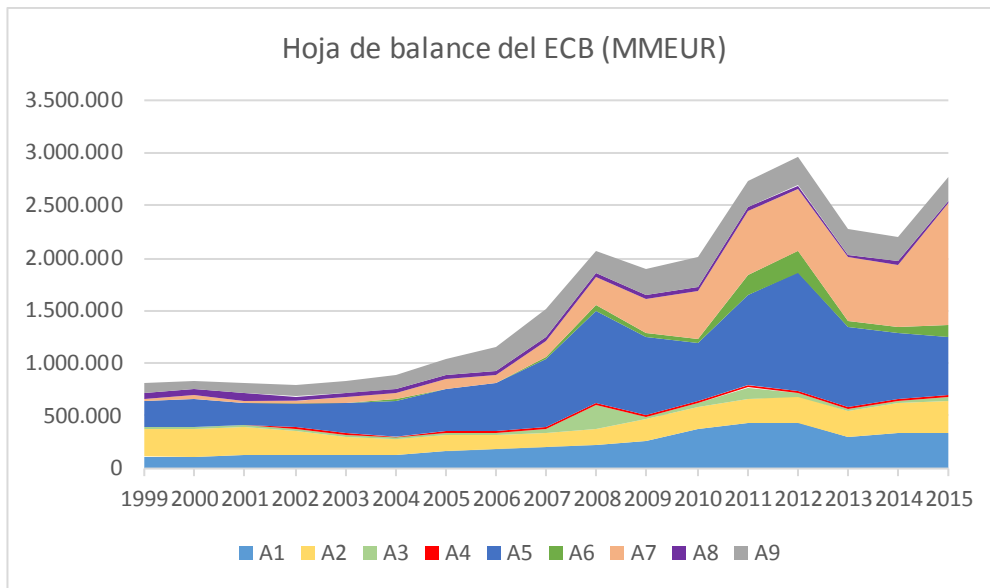
Posibles escenarios futuros

Son muchas las soluciones que los académicos han planteado para lograr una salida de la crisis, dando lugar a una gama muy variada de escenarios posibles. Primero comentaremos los más probables, para luego mencionar brevemente los restantes.

Los tres escenarios más probables:

Monetización de la deuda: intervención del Banco Central Europeo comprando deuda y bajando las tasas de interés. Efectivamente es lo que está sucediendo. En mayor medida, por la compra de deuda privada a través de su programa de compra de activos (Asset Purchase Programme). Pero también lo está haciendo con la deuda pública. Financiar al tesoro va en contra del estatuto del ECB, sin embargo, realiza intervenciones en el mercado secundario. No es una solución de fondo, sólo permite comprar tiempo mientras se implementan reformas estructurales. Pero no cualquier reforma sirve, es necesario una que impulse el crecimiento.

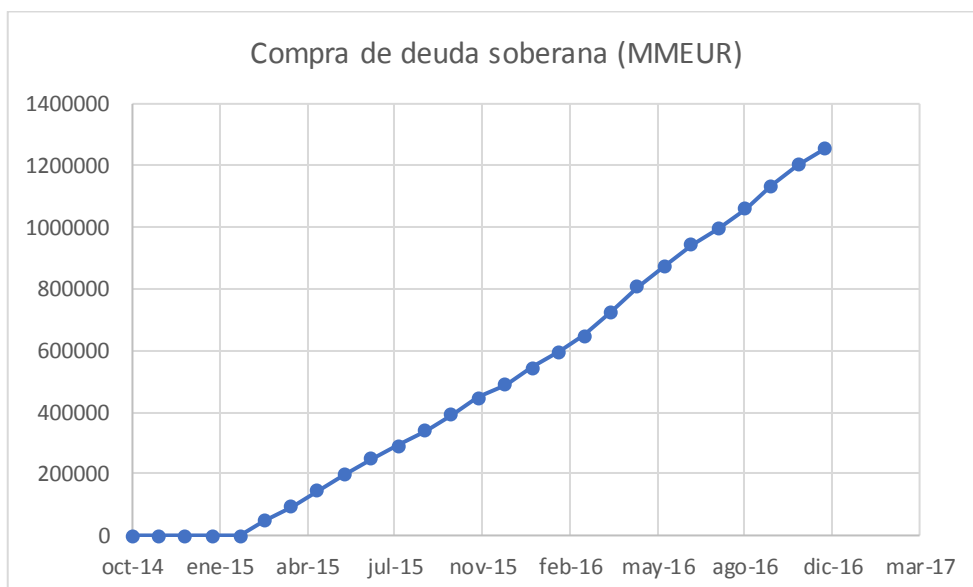
En nuestra visión, en un futuro se consolidaría la intervención del ECB en la compra de deuda del sector público como una estrategia definitiva (en lugar de hoy que es provisoria), dándole espacio a los países para hacer los cambios necesarios, neutralizando el efecto potencial de una salida de capitales en el costo de la renovación de la deuda. Sin embargo, este tipo de medidas tiene su efecto negativo sobre la banca privada, ya que el principal negocio bancario, el de prestar dinero a largos plazos, se ve perjudicado por un achatamiento de la curva de tasas de interés, o aún peor, por tasas negativas. Llevando a la necesidad de ampliaciones de capital, o incluso rescates, tal como ha sucedido con Deutsche Bank o Banco Monte di Paschi recientemente.



Nota: se puede observar el incremento sustancial de deuda privada post crisis.

Referencias: A1 Oro y equivalentes - A2 Acreencias sobre no residentes en la eurozona en moneda extranjera - A3 Acreencias sobre residentes en la eurozona en moneda extranjera - A4 Acreencias sobre no residentes en la eurozona en euros - A5 Préstamos a instituciones de la zona euro relacionadas con operaciones de política monetaria en euros - A6 Otras acreencias en instituciones crediticias de la eurozona en euros - A7 Fideicomisos de residentes de la eurozona en euros - A8 Deuda soberana en euros - A9 Otros activos

Fuente: European Central Bank. *Asset Purchase Programme*. [En línea]. Fráncfort del Meno. 2017. "Monetary Policy". < <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html>. > [Consulta: 2 febrero 2017].

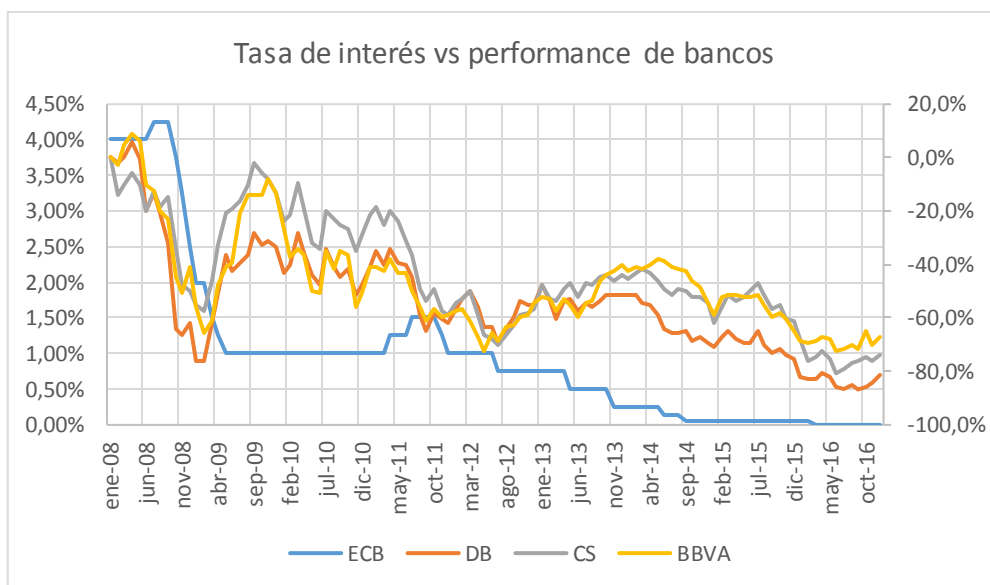


Fuente: European Central Bank. *Asset Purchase Programme*. [En línea]. Fráncfort del Meno. 2017. "Monetary Policy". < <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html>. > [Consulta: 2 febrero 2017].

Cabe destacar que, a diferencia de un sistema de convertibilidad, la moneda única permite aplicar este tipo de herramientas, ya que, en primer lugar, la deuda suele estar emitida en moneda local, y en segundo lugar, la inyección de pesos no necesita tener como contrapartida un equivalente en dólares.

No hacer nada hasta la próxima crisis: no sería una solución. Pero, sería continuar con lo que pasó hasta ahora, que, más allá de salir de la crisis no se abandonaría la situación crítica de debilidad. Sino, que una vez calmados los ánimos, se postergarían las decisiones de fondo para más adelante, no haciendo nada más allá de un canje de nuevos préstamos por mayor austeridad. Asumimos en este caso la acción de prestamista de última instancia por parte del ECB o del FMI, pero ya en el momento en que haya miedo en los mercados.

Descartamos una inacción total por lo ocurrido en Argentina en el año 2001, con una salida caótica y terribles consecuencias, lo que provocaría un efecto dominó sobre el resto de los países, no sólo por tener parámetros macroeconómicos similares, sino porque los soberanos europeos son los principales acreedores de los demás soberanos. Y también, por el alto nivel de exposición de la banca privada europea. Por ello hasta ahora, la Troika no ha dejado caer a Grecia, sino que le ha puesto un respirador artificial y la ha transformado en un Estado zombie, a la espera de que algo cambie mágicamente.



Efecto de las tasas de interés bajas, sobre la cotización de los principales bancos europeos.

Fuente: Investing.com. *Equities – Historical Data*. [En línea]. Febrero-2017. < <https://www.investing.com/equities/credit-suisse-historical-data?cid=20740> > [Consulta: 02 de febrero de 2017]. Para tasas de interés: Trading Economics. *Euro Area Interest Rate*. [En línea]. Febrero – 2017. < <http://www.tradingeconomics.com/euro-area/interest-rate>. > [Consulta: 2 de febrero de 2017].

Quita de deuda acompañada de una devaluación fiscal: la quita de deuda per sé ya ha sido implementada tres veces con Grecia con resultados negativos. Si bien como vimos en nuestro trabajo, se implementaría junto con una reducción de los intereses en los préstamos otorgados por el FMI (al igual que en el resto de los rescates), al no haber una herramienta que impulse el crecimiento no tendría los resultados esperados. Por eso debería ir acompañada de una devaluación fiscal, orientada a fomentar las exportaciones y la llegada del turismo (Ej. Reducción del IVA al turismo). Esta actividad, demanda mucha mano de obra, lo que ayudaría a una rápida recuperación de la economía. Adicionalmente, el ingreso de dólares producto de la mejora de la cuenta corriente permitiría bajar los costos de financiamiento.

En el año 1994, Argentina implementaría una devaluación fiscal, pero al no tener una orientación al sector externo, no produciría un impulso en la economía, logrando así solamente un desfinanciamiento del Estado.

Escenarios con menores probabilidades:

Austeridad fiscal: o sea, bajar el gasto público. La primera contra es que ya se ha implementado y no ha funcionado. La baja del déficit tendría como efecto cercano un freno en la actividad económica, perjudicando la recaudación, lo que implicaría mayor austeridad, y se entraría en un círculo vicioso del cual no se podría salir. Es lo que pasó con Grecia durante estos años, y lo que pasó con Argentina en el período 2000-2001 con la ley de “déficit cero”. (ver pág. 36). Por otro lado, dada la coyuntura política sería un suicidio siquiera plantearlo.

Devaluación fiscal (únicamente): Es una idea interesante, pero obligaría a tener que convivir con déficit fiscal un tiempo prolongado, y dado los altos niveles de endeudamiento sería inviable. Otra alternativa planteada es compensar la baja en la recaudación con un incremento en los impuestos a las personas. De nuevo, la impopularidad condiciona.

Europa de dos velocidades: la idea de la Europa a dos velocidades tendría fuerte repercusión en el pico de la crisis. Básicamente la propuesta sería dividir a la eurozona en dos partes, la primera, formada por los países del norte, que podrían aceptar un tipo de cambio alto por su mayor competitividad, evitando así una devaluación que lleve a un incremento en la inflación. La segunda, estaría conformada por los países del sur, los miembros con menor productividad que no pueden seguir el paso de la locomotora alemana. La propuesta es una solución sensata, ya que parte de la base del reconocimiento del problema de fondo. Además, no implicaría volver a las monedas locales, teniendo dos zonas que, aunque no sean monetariamente óptimas, tendrían asimetrías mucho menores. El problema, es que esta propuesta choca contra el proyecto de una Europa unida.

Recordemos que antes de la implementación de la moneda única, estaría en discusión esta alternativa, y los países del sur la rechazarían por miedo a ser miembros de segunda clase. No obstante, si llegara a haber una situación de crisis nuevamente, es algo que bien

presentado, podría llegar a tener el respaldo de la población ya que va a favor de la desintegración buscada por los líderes nacionalistas, pero estaría lejos de ser una ruptura total como a la que se oponen los líderes pro-Unión Europea. En mi opinión personal, ésta es la solución al problema.

Aumento de productividad, lo cual obviamente, si se acompaña de un plan para incrementar las exportaciones lograría impulsar la economía y con ello el empleo y la recaudación. Equilibradas las cuentas bajarían las primas de riesgo y con algo de superávit se podría comenzar a cancelar las obligaciones o bien, bajar impuestos al trabajo. Claro que llevarlo a la práctica no sería nada fácil. Una opción sería vía una concertación multisectorial que incluya a los principales partidos políticos, gremios y empresarios. Tarea nada fácil convencer a los gremios, pero en nuestro trabajo vimos que en el caso de Portugal se lograría. Otra opción es apelar al sentimiento nacional. Trabajar “una hora más por día para salvar a la Nación”, dada la coyuntura donde este tipo de líderes está en auge hay espacio para este tipo de propuestas, aunque siempre está el peligro de que ese sentimiento se transforme en nacionalismo y se generen divisiones internas o bronca hacia los demás miembros.

Unión fiscal: sólo útil en el largo plazo, si bien es una buena propuesta porque va en línea con la unión del continente y obliga a los miembros a tomar un compromiso con sus pares, ya es tarde para intentarlo. Hubiera sido muy provechosa tiempo antes de la crisis de 2011-2012, (y posiblemente antes de la gran recesión). Pero hoy no hay espacio político para esta alternativa, el descontento popular con la Unión es muy alto, el freno en el crecimiento económico y los altos niveles de desempleo generan el interrogante de la excesiva cesión de soberanía de los países miembros para con los organismos supranacionales.

Eurobonos: creando un gran mercado de deuda europea con bonos respaldados por todos los miembros, que por dicho respaldo y la gran liquidez, tendría primas de riesgo inferiores a las de un solo miembro. Este mecanismo tiene dos inconvenientes: en primer lugar, al igual que la unión fiscal, no sirve para solucionar los problemas existentes, sino que es útil en el largo plazo. En segundo lugar, existe el problema del polizón (free rider), un país podría endeudarse hasta niveles insostenibles ya que los demás miembros serían deudores solidarios. Por ello, para su implementación sería necesaria la unión fiscal previa.

Salir del euro en forma ordenada: una opción similar a la Europa de dos velocidades, pero más drástica. Los países en serios problemas, como Grecia hoy día, podrían plantear esta solución, primero internamente para conocer el apoyo popular, mediante un referéndum, y luego hacia los demás miembros de la Unión Europea. Un caso similar al Brexit. Pero, más complicado, ya que se trataría no solamente de abandonar las normas generales de la Unión, sino de salir de la moneda única, lo cual requeriría sí o sí apoyo del ECB. Apoyo que los líderes de la Unión no están dispuestos a dar, ya que temen que, en el entorno de ascenso del nacionalismo, un caso satisfactorio abra la puerta a que los demás sigan el mismo camino, desintegrándose el espacio europeo.

Anexo A

En la Unión Europea, el común de las decisiones se resuelve de acuerdo a un sistema de mayoría cualificada dentro del Consejo Europeo, que implica una doble mayoría reforzada de estados y población (semejante a un parlamento bicameral). Este sistema contempla un mínimo del 55% de los miembros del Consejo (voto fijo), que incluya al menos 15 estados miembros, y que además represente al menos un 65% de la población total de la Unión.

Históricamente, los miembros suelen votar de acuerdo a sus características económicas, culturales, religiosas, y geográficas. Generándose grupos cuyos integrantes lo hacen en forma bastante correlacionada. Estos grupos son:

- (1) El Reino Unido
- (2) Irlanda
- (3) Suecia, Dinamarca y Finlandia
- (4) Alemania, Holanda, Bélgica, Austria y Luxemburgo
- (5) Francia
- (6) Italia, España, Portugal, Grecia, Malta y Chipre.
- (7) Polonia, República Checa, Hungría, Eslovaquia
- (8) Croacia, Eslovenia Rumania y Bulgaria
- (9) Estonia, Letonia, Lituania.

Sea A un acuerdo tal que:

- Sumen un 55% de los miembros del grupo
- Incluya al menos 15 estados miembro
- Represente al menos un 65% de la población total de la Unión

Las probabilidades de éxito, responden a la siguiente fórmula:

$$P(A) = \frac{\text{cantidad de acuerdos que cumplan la condición A}}{\text{cantidad de acuerdos posibles}}$$

Usando una hoja de cálculo, hallamos que hay 117 acuerdos posibles que cumplan la condición A, sobre un total de 511 casos totales, por ende:

$$P(A) = \frac{117}{511} = 0,2289 \approx 23\%$$

Conclusión: recordando que, dentro de los grupos la correlación no es perfecta, en el mejor de los casos hay un 23% de probabilidades de sellar un pacto.

BIBLIOGRAFÍA

- Ari, Anil; Corsetti, Giancarlo; Lysiotou, Andria. *Lessons from Cyprus that did not make it to Greece*. [en línea]. CEPR (Centre of Economic Policy Research), 2015 <<http://voxeu.org/article/lessons-cyprus-did-not-make-it-greece> >. [Consulta: 4 noviembre 2016].
- Baer, Werner; Dias, Daniel A.; Duarte, Joao B. The Economy of Portugal and the European Union: From high growth prospects to the debt crisis. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 53, (2013): 345-352.
- Baldwin, Richard; Giavazzi, Francesco. *The Eurozone Crisis – A Consensus View of the Causes and a Few Possible Solutions*. Londres: CEPR (Centre for Economic Policy Research), 2015. 210 p.
- Banda, Humberto; Chacón, Susana. La crisis financiera mexicana de 1994: una visión político-económica. *Foro Internacional*, 45, 3 (2005): 453.
- Bank of Cyprus reduce ELA to E1.5 billion. [En línea]. *In Cyprus*, 22 septiembre 2016. <<http://in-cyprus.com/bank-of-cyprus-reduces-ela-to-e1-5-billion/> > [Consulta: 4 noviembre 2016].
- Bases, Daniel. “ISDA declares Greek credit event, CDS payments triggered”. [En línea]. *Reuters*. 9 marzo 2012, <<http://www.reuters.com/article/us-greece-cds-isda-trigger-idUSBRE82817B20120309>>. [Consulta: 4 noviembre 2016]
- Bermúdez, Ismael. “El nivel de pobreza es cada vez más alto”. [En línea]. *Clarín*. 1 febrero 2003, <<http://edant.clarin.com/diario/2003/02/01/e-00401.htm>>. [Consulta: 4 noviembre 2016].

- Blanchard, Olivier. *Greece: Past critiques and the path forward* [en línea]. CEPR (Centre of Economic Policy Research), 2015. <<http://voxeu.org/article/greece-past-critiques-and-path-forward>> [Consulta: 28 - septiembre - 2016].
- Cámara de Diputados (México). *Indicadores y Estadísticas (Macroeconomía)* [en línea]. CEFP (Centro de Estudios de Finanzas Públicas). <http://www.cefp.gob.mx/Pub_Macro_Estadisticas.htm>, CEFP, [25 julio 2016]
- Clark, John. Debt Reduction and Market Reentry under the Brady Plan, *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*, Winter 1993-94, 18, 4, (1993-4): p 44.
- Consejo Europeo. *El Consejo en su formación de asuntos económicos y financieros*. [En línea]. Bruselas. 2017. “Consejo de la Unión Europea – Formaciones del Consejo”. <<http://www.consilium.europa.eu/es/council-eu/configurations/ecofin/html>>. [Consulta: 20 de enero de 2017].
- Cronología de la crisis de Irlanda. [En línea]. *Radio Televisión Española*, 18 enero 2016. <<http://www.rtve.es/noticias/20160118/cronologia-crisis-irlanda/371718.shtml>>. [Consulta: 4 noviembre 2016].
- Dabós, Marcelo; Espert, José Luis; Vignoli, Guido. 2015, Determinantes del tipo real de cambio en la Argentina: una aproximación empírica 1961-2014.
- Dabós, Marcelo; Secco, Luis; Olaiz, Belén. La ¿última? crisis de la Argentina.[en línea] Asociación Argentina de Economía Política. XLII Reunión Anual. Universidad Nacional del Sur. Bahía Blanca. <http://www.aaep.org.ar/anales/works/works2007/dabos.pdf> [consulta: 06 de agosto de 2016].
- Da Fonseca, Manuel A. R. Brasil's Real Plan, *Journal of Latin American Studies*, 30, 3 (1998) p. 620.
- Damill, Mario; Fanelli, José María; Frenkel, Roberto. De México a México: El Desempeño de América Latina en los Noventa. *Desarrollo Económico*, 36, (1996) p. 59.
- Damill, Mario; Frenkel, Roberto; Rapetti, Martín. 2005, La deuda Argentina: Historia, Default, y Reestructuración, Deuda Soberana, CEDES.
- De Grauwe, Paul. *The ECB grants debt relief to all Eurozone nations except Greece* [en línea]. CEPR (Centre of Economic Policy Research), 2016. <<http://voxeu.org/article/ecb-grants-debt-relief-all-eurozone-nations-except-greece>> [Consulta: 28 - septiembre - 2016].
- Delgado de Cantu, Gloria M. México, estructuras política, económica y social. 2nd Ed. México: Pearson, 2003. pp. 238-240.
- Doyle, Dara. “Ireland sells first 100-year bond, staying on comeback trail”. [En línea]. *Bloomberg*, 30 marzo 2016. <<http://www.bloomberg.com/news/articles/2016-03-30/ireland-sells-first-100-year-bond-to-complete-comeback-trail>>. [Consulta: 4 noviembre 2016].

- El corralito de De la Rúa y Cavallo. [En línea]. *El Cronista*, 2 enero 2015. <<http://www.cronista.com/3dias/El-corrallito-de-De-la-Rua-y-Cavallo-20150102-0009.html>>. [Consulta: 4 noviembre 2016].
- Elizondo Mayer-Serra, Carlos. Tres trampas: sobre los orígenes de la crisis económica mexicana de 1994. *Desarrollo Económico*, 36, 144 (1997): 957.
- EMTA, Trade Association for the Emerging Markets. *The Brady Plan* [en línea]. EMTA. <<http://www.emta.org/template.aspx?id=35&terms=brady+plan>>. [Consulta: 8 de abril de 2016].
- *History and Development* [en línea]. EMTA. <<http://www.emta.org/template.aspx?id=34>>. [Consulta: 8 de abril de 2016]
- En Chipre, una fuga de depósitos que no existió. [En línea]. *El Observador*, 29 marzo 2013. <<http://www.elobservador.com.uy/en-chipre-una-fuga-depositos-que-no-existio-n247064>> [Consulta: 4 noviembre 2016].
- Enoch, Charles; Gulde, Anne Marie. Are Currency Boards a Cure for All Monetary Problems? *Finance and Development*, 35, 4 (1998)
- Eur-Lex. *Mayoría cualificada*. [En línea]. Bruselas. 2017. “Glossary of summaries” <http://eur-lex.europa.eu/summary/glossary/qualified_majority.html?locale=es> [Consulta: 20 de enero de 2017].
- *Weighting of votes in the Council*. [En línea]. Bruselas. 2017. “Glossary of summaries” <http://eur-lex.europa.eu/summary/glossary/weighting_votes_council.html> [Consulta: 20 de enero de 2017].
- European Central Bank. *Asset Purchase Programme*. [En línea]. Fráncfort del Meno. 2017. “Monetary Policy”. <<https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html>> [Consulta: 2 febrero 2017].
- *Rotación de los derechos de voto en el Consejo de Gobierno*. [En línea]. Fráncfort del Meno. 2014. “Explainers”. <<https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me-more/html/voting-rotation.es.html>> [Consulta: 20 enero 2017].
- European Union. *Labour cost index, nominal value*. [En línea]. Eurostat. 18 mar 16. “compensation of employees plus taxes minus subsidies - Industry, construction and services (except activities of households as employers and extra-territorial organisations and bodies)” <<http://ec.europa.eu/eurostat/web/labour-market/labour-costs/main-tables>> [Consulta: 09 - junio - 16].
- *Labour productivity and unit labour costs*. [En línea]. Eurostat. 17 noviembre 2016. “Nominal labour productivity per person employed.” <http://ec.europa.eu/eurostat/data/database?node_code=tec00116> [Consulta: 18 noviembre 2016].

----- *Multilingualism* [En línea]. Bruselas- - 2016. “EU by Topic”. < https://europa.eu/european-union/topics/multilingualism_en >. [Consulta: 02 de febrero de 2017]

----- *Population on 1 January*. [En línea]. Eurostat. 13 dic 16. < <http://ec.europa.eu/eurostat/web/population-demography-migration-projections/population-data/main-tables> > [Consulta: 15 - enero – 17].

Fitzgerald, Colm. The Debt Crisis in Ireland. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 53, (2013): 353 – 363.

Franco, Massimo. Una nueva guerra de religión. [En línea]. Voxeurop. 7 diciembre 2012. < <http://www.voxeurop.eu/es/content/article/2653381-una-nueva-guerra-de-religion>> [Consulta: 02-febrero 2017].

Frankel Frankel, Jeffrey. *Could Eurobonds be the answer to the Eurozone crisis?* [en línea]. CEPR (Centre of Economic Policy Research), 2012. < <http://voxeu.org/article/could-eurobonds-be-answer-eurozone-crisis> > [Consulta: 28 - septiembre - 2016].

Frenkel, Jeffrey A.; Rose, Andrew K. The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria, *Economic Journal*, 108, 1009-1025.

¿Fue bueno para Italia el gobierno de la tecnocracia? [En línea]. *BBC*, 22 diciembre 2012. <http://www.bbc.com/mundo/noticias/2012/12/121221_salida_tecnocrata_monti_lf > [Consulta: 4 noviembre 2016].

Graña, Juan M.; Kennedy, Damián. 2008, Argentina 1947-2006, Documentos de trabajo en Salario, Costo Laboral y Productividad, 12, Instituto de Investigaciones Económicas – Universidad de Buenos Aires / Centro de Estudios sobre Población, Empleo, y Desarrollo.

Greece Crisis: Eurogroup agrees to third bailout. [En línea]. *BBC News*, 14 agosto 2015. <<http://www.bbc.com/news/world-europe-33934238> >. [Consulta: 4 noviembre 2016].

Hanke, Steve. Currency Boards. *The Annals of the American Academy of Political and Social Science*, 579, (2002) ¿??p

Hanke, Steve; Schuler, Kurt. *Currency Boards for Developing Countries: A Handbook (Revised edition, 2015)*. San Francisco: ICS Press, 1994. 2 p.

IBGE (Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística), “*Rendimento médio mensal de todos os trabalhos das pessoas ocupadas com rendimento do trabalho*” [en línea]. IBGE, 2008. <<http://serieestatisticas.ibge.gov.br/series.aspx?no=7&op=0&vcodigo=FDT800&t=rendimento-medio-mensal-todos-trabalhos-pessoas>>, [consulta: 25 julio 2016]

INEGI, Instituto Nacional de Estadística, Geografía e Informática, *Anuario Estadístico de los Estados Unidos Mexicanos*. Aguascalientes: INEGI, 1985-1994.

International Monetary Found, World Economic Outlook Database [en línea], <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2016/01/weodata/index.aspx>>, International Monetary Found, abril 2016, [13 julio 2016]

Investing.com. *Currencias USDBRL* [en línea]. Investing.com: julio 2016. <<http://www.investing.com/currencies/usd-br>>. [Consulta: 25 julio 2016].

----- *Equities – Historical Data*. [En línea]. Febrero-2017. <<https://www.investing.com/equities/credit-suisse-historical-data?cid=20740>> [Consulta: 02 de febrero de 2017].

----- *World Government Bonds* [en línea]. Investing.com. Octubre 2016. <<http://www.investing.com/rates-bonds/world-government-bonds>>. [Consulta: 12 octubre 2016].

Keen, Michael; de Mooij, Ruud. *Fiscal devaluation as a cure for Eurozone ills – Could it work?* [en línea]. CEPR (Centre of Economic Policy Research), 2012. <<http://voxeu.org/article/fiscal-devaluation-cure-eurozone-ills-could-it-work>> [Consulta: 28 - septiembre - 2016].

Kelly, Morgan. *Whatever happened to Ireland* [en línea]. CEPR (Centre of Economic Policy Research), 2010. <<http://voxeu.org/article/whatever-happened-ireland>>

Manasse, Paolo. *The Roots of the Italian Stagnation* [en línea]. CEPR (Centre of Economic Policy Research), 2013. <<http://voxeu.org/article/roots-italian-stagnation>> [Consulta: 28 - septiembre - 2016].

McKinnon, Ronald. 2000, Mundell, the Euro, and Optimal Currency Areas, Working Papers 2000, Stanford University, Department of Economics.

----- Optimum Currency Areas. *The American Economic Review*, 53, 4 (1963), ¿??p

----- Optimum Currency Areas and Key Currencies: Mundell I versus Mundel II. *Journal of Common Market Studies*, 42, 4 (2004) ¿??p

Mundell, Robert. A Theory of Optimum Currency Areas, *The American Economy Review*, 51, 4 (1961): pp. 657-665.

----- *Uncommon Arguments for Common Currencies*. En: Swoboda, A.K., *The Economics of Common Currencies*. Nueva York: George Allen & Unwin Ltd, 1973. Pp. 114-132.

Naciones Unidas, *Anuario estadístico de América Latina y el Caribe*. Nueva York: Naciones Unidas, 1985-2002.

- OECD (Organization for economic co-operation and development). *Productividad* [en línea], <http://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=PDB_GR>, OECD, París, [consulta: 22 octubre 2016].
- O'Carroll, Lisa. "Ireland bailout: full Irish government statement". [En línea]. *The Guardian*, 28 noviembre 2017. <<https://www.theguardian.com/business/ireland-business-blog-with-lisa-ocarroll/2010/nov/28/ireland-bailout-full-government-statement>>. [Consulta: 4 noviembre 2016].
- Oltheten, Elisabeth; Sougiannis, Theodore; Travlos, Nickolaos; Zarkos, Stefanos. Greece in the Eurozone: Lessons from a decade of experience. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 53 (2013): 323.
- Overturf, Stephen; *Money and European Union*. Nueva York: St. Martin's Press, 2000. 36p.
- Palma, Gabriel. The 1999 Brazilian Financial Crisis: 'Macho Monetarism' in action, *Economic and Political Weekly*, 41, 8, (2006) p.734.
- Pérez, Claudi; Doncel, Luis. "España pide un rescate de hasta 100.000 millones para la banca". [En línea]. *El país*, 9 junio 2012. <http://economia.elpais.com/economia/2012/06/09/actualidad/1339230670_176850.html>. [Consulta: 4 noviembre 2016].
- Remember how Ireland was ruined by bankers. [En línea]. *Independent*, 13 febrero 2011. <<http://www.independent.ie/irish-news/remember-how-ireland-was-ruined-by-bankers-26695060.html>> [Consulta: 4 noviembre 2016].
- Riding, Alan. "Baker's Debt Plan Gets Latin Scrutiny". [En línea]. *The New York Times*, 16 de diciembre de 1985. <<http://www.nytimes.com/1985/12/16/business/baker-s-debt-plan-gets-latin-scrutiny.html>> [Consulta: 5 de abril de 2016].
- Sachs, Jeffrey. Making the Brady Plan Work, *Foreign Affairs*, 68, 3 (1989): 90.
- Nuevos Enfoques para la Crisis de Deuda Latinoamericana, *El Trimestre Económico*, 56, 221, (1989): 110.
- Salvia, Sebastián. The Boom and Crisis of the Convertibility Plan in Argentina. *Brazilian Journal of Political Economy*, 35, 2 (2015) p. 332.
- Seco, Raquel; Blanco, Patricia. "La reforma constitucional de PP y PSOE sale con el desplante del resto". [En línea]. *El país*, 1-septiembre 2011. <http://politica.elpais.com/politica/2011/09/01/actualidad/1314908434_185525.html>. [Consulta: 4 noviembre 2016].
- Segovia, Eduardo. "Cinco años y 10.000 millones después: historia del rescate de la banca española." [en línea]. *El Confidencial*. 30 marzo 2014. <http://www.elconfidencial.com/empresas/2014-03-30/cinco-anos-y-100-000-millones-despues-historia-del-rescate-de-la-banca-espanola_109053/> [Consulta: 3 nov 2016].

- Smith, Geoffrey. "Greece shuts its banks after the ECB turns off the taps". [En línea]. *Fortune*, 28 junio 2015. <<http://fortune.com/2015/06/28/greece-capital-controls-bank-holiday-ecb/>>. [Consulta: 4 noviembre 2016].
- Smith, Helena. "Greece eases back on capital controls in bid to reverse currency flight". [En línea]. *The Guardian*. 1 agosto 2016. <<https://www.theguardian.com/world/2016/aug/01/greece-ease-capital-controls-reverse-currency-flight-eurozone>>. [Consulta: 4 noviembre 2016].
- Springer, Gary L.; Molina, Jorge L.; The Mexican Financial Crisis: Genesis, Impact and Implications. *Journal of Interamerican Studies and World Affairs*, 37, 2 (1995): 57-81.
- Street, James H. Development Planning and the International Debt Crisis in Latin America, *Journal of Economics Issues*, 19, 2 (1985): 398.
- Trading Economics. Inflation rate [en línea]. Trading Economics: febrero 2016. <<http://www.tradingeconomics.com/>>. [Consulta: 11 abril 2016].
- *Euro Area Interest Rate*. [En línea]. Febrero – 2017. <<http://www.tradingeconomics.com/euro-area/interest-rate>>. [Consulta: 2 de febrero de 2017].
- Tsoukalis, Loukas; *The New European Economy Revisited*. 3ra ed. Nueva York. Oxford University Press, 1997. 14p.
- Williamson, John; *What Washington Means by Policy Reform*. En su: *Latin American Adjustment: How Much Has Happened?*, Institute for International Economics, 1990.
- World Bank, *World Development Indicators* [en línea]. Nueva York <<http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?source=world-development-indicators>> World Data Bank, [consulta: 10 abr 2016].
- Y, Y. "Capital punishment". [En línea]. *The economist*, 1 julio 2015. <<http://www.economist.com/blogs/freeexchange/2015/07/cyprus-and-capital-controls>>. [Consulta: 4 noviembre 2016].

Apéndice

Tablas de datos correspondientes a los gráficos del trabajo

- Deuda/PBI, pág.: 4

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
Argentina	35,3%	45,3%	51,8%	43,3%	58,4%	55,8%	46,4%
Brasil	30,0%	30,5%	32,6%	47,9%	50,2%	47,2%	41,4%
México	26,1%	30,0%	50,4%	63,0%	55,1%	53,0%	77,6%
Latinoam.	31,6%	34,1%	42,2%	51,7%	55,1%	54,9%	56,1%

	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Argentina	52,5%	46,3%	82,6%	44,0%	30,8%	25,8%
Brasil	41,2%	34,3%	27,0%	26,7%	20,5%	33,9%
México	73,0%	55,1%	42,7%	38,8%	37,2%	32,0%
Latinoam.	57,1%	48,8%	44,8%	40,1%	32,8%	36,2%

- Intereses/Deuda, pág.: 5

	1980	1981	1982	1983	1984	1985
Argentina	8,0%	10,8%	11,3%	12,0%	12,0%	10,4%
Brasil	10,6%	12,8%	13,7%	10,5%	10,9%	10,6%
México	12,4%	12,9%	14,1%	10,9%	12,2%	10,4%
Latinoamérica	11,6%	13,6%	14,3%	11,4%	12,0%	10,8%

	1986	1987	1988	1989	1990	1991
Argentina	8,3%	7,1%	8,0%	9,5%	9,0%	8,9%
Brasil	9,2%	7,7%	9,3%	9,5%	8,8%	7,7%
México	8,3%	8,0%	8,6%	9,8%	9,1%	7,9%
Latinoamérica	9,1%	8,0%	8,6%	9,3%	8,7%	7,9%

	1992	1993	1994
Argentina	5,8%	5,0%	5,7%
Brasil	6,1%	6,5%	5,9%
México	8,3%	8,6%	8,5%
Latinoamérica	7,1%	6,9%	6,9%

- Intereses pagados /Reservas, pág.: 5

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
Argentina	23,4%	76,9%	109,4%	191,0%	213,7%	109,1%	96,9%
Brasil	108,4%	137,8%	314,0%	225,1%	95,7%	95,5%	151,7%
México	150,3%	195,0%	696,0%	212,6%	146,9%	179,5%	125,4%
Latinoam.	48,6%	81,7%	126,0%	109,2%	95,6%	84,3%	82,9%

	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Argentina	111,0%	90,7%	187,2%	90,3%	69,7%	29,9%
Brasil	124,6%	130,9%	125,3%	118,1%	108,5%	35,6%
México	59,8%	137,3%	138,1%	90,6%	51,5%	50,5%
Latinoam.	66,5%	85,3%	90,2%	65,6%	47,2%	34,1%

- PBI a precios constantes, pág.: 5

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
Argentina	100	92,90	87,98	90,09	92,16	88,01	93,12
Brasil	100	96,60	97,47	95,13	100,55	109,00	117,83
México	100	107,95	107,30	102,79	106,49	109,26	104,89
Latinoam.	100	100,54	99,37	96,87	100,55	104,33	108,39

	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Argentina	95,07	93,36	87,48	87,65	96,42	105,00
Brasil	122,19	122,07	126,09	120,55	121,75	121,39
México	106,68	107,96	111,52	116,43	121,32	125,80
Latinoam.	111,88	112,94	114,40	114,49	118,83	122,74

- Inflación mensual anualizada, pág.: 10

	Argentina	Brasil	México
ene-81	83,6%	99,7%	27,8%
feb-81	81,6%	103,1%	28,0%
mar-81	81,9%	101,0%	28,1%
abr-81	84,8%	103,3%	28,7%
may-81	87,9%	103,0%	28,6%
jun-81	94,3%	103,4%	27,8%
jul-81	104,9%	104,7%	26,6%
ago-81	113,8%	105,8%	26,5%
sep-81	119,1%	107,8%	27,5%
oct-81	115,5%	99,5%	28,4%

	Argentina	Brasil	México
nov-81	120,7%	98,8%	28,6%
dic-81	131,3%	95,6%	28,7%
ene-82	146,8%	95,8%	30,9%
feb-82	149,4%	96,2%	32,7%
mar-82	146,4%	97,6%	34,7%
abr-82	137,9%	98,5%	38,9%
may-82	128,0%	98,6%	44,5%
jun-82	125,0%	101,6%	49,4%
jul-82	137,2%	101,8%	54,4%
ago-82	152,1%	102,7%	68,2%

	Argentina	Brasil	México		Argentina	Brasil	México
sep-82	175,4%	102,4%	74,0%	jul-86	50,9%	156,8%	85,8%
oct-82	193,3%	101,1%	79,0%	ago-86	59,3%	137,3%	92,3%
nov-82	204,6%	101,2%	84,5%	sep-86	67,5%	117,3%	96,0%
dic-82	209,7%	104,2%	98,8%	oct-86	74,2%	100,2%	99,6%
ene-83	221,0%	108,0%	110,0%	nov-86	79,2%	85,2%	103,7%
feb-83	244,6%	110,4%	113,0%	dic-86	81,9%	79,7%	105,8%
mar-83	266,1%	113,6%	115,4%	ene-87	90,0%	77,8%	104,3%
abr-83	287,5%	115,0%	117,3%	feb-87	98,8%	77,7%	109,8%
may-83	310,0%	114,7%	114,6%	mar-87	105,7%	97,4%	113,7%
jun-83	340,2%	120,2%	112,5%	abr-87	103,0%	133,3%	120,9%
jul-83	325,8%	127,9%	112,1%	may-87	103,2%	179,4%	125,0%
ago-83	335,3%	134,7%	98,1%	jun-87	110,0%	230,3%	126,7%
sep-83	351,3%	146,4%	93,8%	jul-87	116,5%	254,6%	133,4%
oct-83	368,4%	156,8%	90,4%	ago-87	126,4%	259,1%	133,9%
nov-83	401,6%	161,9%	91,9%	sep-87	135,8%	280,6%	135,2%
dic-83	433,7%	164,0%	80,8%	oct-87	165,8%	315,4%	141,0%
ene-84	417,9%	166,5%	73,4%	nov-87	178,4%	353,3%	143,7%
feb-84	435,8%	170,6%	73,3%	dic-87	174,8%	363,4%	159,2%
mar-84	479,2%	174,6%	72,3%	ene-88	178,6%	366,7%	176,8%
abr-84	522,5%	182,2%	69,1%	feb-88	189,0%	399,9%	179,7%
may-84	568,2%	189,0%	67,4%	mar-88	206,4%	405,2%	175,8%
jun-84	580,2%	189,6%	67,1%	abr-88	247,6%	406,0%	161,4%
jul-84	615,5%	188,6%	64,5%	may-88	286,2%	389,2%	147,8%
ago-84	649,7%	189,3%	62,8%	jun-88	321,7%	398,5%	135,8%
sep-84	687,8%	193,1%	62,7%	jul-88	381,2%	456,5%	121,8%
oct-84	703,7%	197,3%	63,0%	ago-88	440,0%	545,2%	106,9%
nov-84	675,0%	206,0%	59,2%	sep-88	440,1%	663,0%	95,2%
dic-84	688,0%	215,3%	59,2%	oct-88	392,3%	761,8%	81,6%
ene-85	776,2%	221,3%	60,8%	nov-88	372,0%	858,1%	70,5%
feb-85	804,3%	225,3%	59,0%	dic-88	387,7%	980,2%	51,7%
mar-85	851,0%	228,9%	58,4%	ene-89	387,0%	1149,2%	34,6%
abr-85	938,9%	224,9%	56,5%	feb-89	383,3%	1160,9%	25,9%
may-85	1010,0%	219,4%	55,1%	mar-89	392,8%	1045,3%	21,1%
jun-85	1128,9%	214,8%	53,4%	abr-89	460,6%	940,1%	19,2%
jul-85	1003,2%	216,4%	53,7%	may-89	764,7%	944,5%	18,5%
ago-85	825,7%	224,3%	56,0%	jun-89	1472,0%	1001,4%	17,6%
sep-85	640,2%	222,4%	57,6%	jul-89	3611,3%	1054,1%	16,8%
oct-85	532,4%	223,0%	58,0%	ago-89	3909,1%	1169,2%	16,9%
nov-85	463,1%	233,0%	59,8%	sep-89	3825,1%	1269,8%	17,3%
dic-85	385,4%	242,2%	63,8%	oct-89	3702,8%	1424,1%	18,1%
ene-86	299,6%	250,2%	65,9%	nov-89	3731,9%	1661,0%	18,2%
feb-86	236,7%	256,0%	66,4%	dic-89	4923,6%	1972,9%	19,7%
mar-86	178,6%	238,6%	67,6%	ene-90	8165,2%	2426,1%	22,5%
abr-86	125,3%	215,4%	71,1%	feb-90	12085,4%	3701,3%	23,6%
may-86	87,4%	198,4%	76,4%	mar-90	20262,8%	6390,5%	24,4%
jun-86	50,1%	178,5%	83,2%	abr-90	16904,2%	6821,3%	24,4%

	Argentina	Brasil	México		Argentina	Brasil	México
may-90	10724,3%	6215,0%	24,9%	mar-91	287,3%	422,8%	26,0%
jun-90	5648,4%	5385,4%	26,1%	abr-91	267,0%	375,2%	25,5%
jul-90	2047,7%	4749,0%	27,1%	may-91	232,1%	374,5%	24,5%
ago-90	1696,8%	3993,6%	28,1%	jun-91	200,7%	372,1%	23,1%
sep-90	1800,6%	3304,7%	28,7%	jul-91	178,3%	370,0%	22,0%
oct-90	1838,4%	2685,7%	28,6%	ago-91	144,4%	381,4%	20,8%
nov-90	1832,2%	2101,3%	30,2%	sep-91	115,0%	386,6%	20,3%
dic-90	1343,9%	1621,0%	29,9%	oct-91	102,4%	411,5%	19,9%
ene-91	767,8%	1140,3%	27,1%	nov-91	91,3%	448,3%	19,7%
feb-91	582,0%	752,0%	26,5%	dic-91	84,0%	472,7%	18,8%

- Consumo, pág.: 10

	1980	1981	1982	1983	1984
Argentina	0,0%	-6,7%	-18,0%	-15,3%	-8,6%
Brasil	0,0%	-5,9%	-3,1%	-6,2%	-4,1%
México	0,0%	7,8%	4,2%	-1,2%	2,4%
Latinoamérica	0,0%	0,1%	-1,6%	-4,4%	-2,1%

	1985	1986	1987	1988	1989
Argentina	-16,0%	-7,1%	-4,4%	-10,6%	-14,2%
Brasil	1,6%	11,3%	13,5%	11,6%	17,0%
México	7,5%	4,9%	2,2%	4,8%	10,8%
Latinoamérica	0,6%	5,6%	7,1%	7,3%	9,7%

- Tasa de desempleo, pág.: 11

	1981	1982	1983	1984	1985	1986
Argentina	4,7%	5,3%	4,6%	4,6%	6,1%	5,2%
Brasil	7,9%	6,3%	6,7%	7,1%	5,3%	3,6%
México	4,2%	4,2%	6,6%	5,7%	4,4%	4,3%
Latinoamérica	6,8%	6,8%	7,9%	8,1%	7,2%	5,8%

	1988	1989	1990	1991	1992	1993
Argentina	6,3%	7,6%	7,5%	6,5%	7,0%	9,5%
Brasil	3,8%	3,3%	4,3%	5,0%	5,9%	5,6%
México	3,5%	2,9%	2,9%	2,7%	2,9%	3,4%
Latinoamérica	5,6%	5,2%	5,7%	5,6%	6,0%	6,1%

- Inflación anualizada, pág.: 37

%	Argentina	Brasil	México
1985			57,7%
1986			86,2%
1987			131,8%
1988	343,0%		114,2%
1989	3079,8%		20,0%
1990	2314,0%	2947,7%	26,7%
1991	171,7%	432,8%	22,7%
1992	24,9%	951,6%	15,5%
1993	10,6%	1928,0%	9,8%
1994	4,2%	2075,9%	7,0%
1995	3,4%	66,0%	35,0%
1996	0,2%	15,8%	34,4%
1997	0,5%	6,9%	20,6%
1998	0,9%	3,2%	
1999	-1,2%	4,9%	
2000	-0,9%	7,0%	
2001	-1,1%		
2002	25,9%		
2003	13,4%		

- Balance global de la balanza de pagos, pág.: 38

%PBI	Argentina	Brasil	México
1985			1,5%
1986			0,1%
1987			-4,0%
1988			3,6%
1989	12,6%		-0,1%
1990	0,4%	2,0%	-0,9%
1991	0,4%	1,3%	-2,5%
1992	-0,9%	-2,7%	-0,5%
1993	-0,9%	-1,6%	-1,8%
1994	0,3%	-1,2%	4,2%
1995	0,8%	-1,8%	5,7%
1996	-1,2%	-1,2%	
1997	-1,1%	1,0%	
1998	-1,4%	2,2%	
1999	-0,7%	2,0%	
2000	0,4%		
2001	8,0%		
2002	15,3%		

- Balance de cuenta corriente, pág.: 39

%PBI	Argentina	Brasil	México
1985			0,2%
1986			-1,4%
1987			2,6%
1988			-1,4%
1989	-1,7%		-1,8%
1990	3,2%	-0,8%	-3,2%
1991	-0,3%	-0,4%	-4,3%
1992	-2,4%	1,6%	-6,9%
1993	-3,2%	0,0%	-5,8%
1994	-3,9%	-0,2%	-6,9%
1995	-1,1%	-2,6%	
1996	-1,4%	-3,0%	
1997	-3,5%	-3,8%	
1998	-4,0%	-4,2%	
1999	-3,3%	-4,7%	
2000	-2,2%	-4,0%	
2001	-0,7%		
2002	6,9%		

- Saldo de la balanza comercial, pág.: 40

	Argentina	Brasil	México
1985			4,9%
1986			4,3%
1987			7,4%
1988			2,2%
1989	6,7%		0,8%
1990	5,6%		-1,1%
1991	1,5%	1,6%	-2,8%
1992	-1,7%	3,0%	-5,0%
1993	-2,2%	2,0%	-3,8%
1994	-2,8%	1,0%	-4,9%
1995	0,0%	-1,5%	
1996	-0,3%	-1,7%	
1997	-2,1%	-2,0%	
1998	-2,5%	-2,1%	
1999	-1,7%	-1,5%	
2000	-0,6%	-1,3%	
2001	1,3%	0,0%	
2002	15,3%		

- Reservas internacionales, pág.: 41

	Argentina	Brasil	México
1985			5.679
1986			6.674
1987			13.692
1988	5.157		6.327
1989	3.217	8.729	6.740
1990	6.222	9.200	10.217
1991	7.463	8.749	18.052
1992	11.447	23.265	19.171
1993	15.500	31.747	25.299
1994	16.003	38.492	6.441
1995	15.980	51.477	17.046
1996	19.719	59.686	19.527
1997	22.425	51.706	
1998	24.856	43.909	
1999	26.350	36.242	
2000	25.152	33.015	
2001	14.556	35.856	
2002	10.492		
2003	14.157		

- Tipo de cambio real multilateral, pág.: 42

	Argentina	Brasil	México
1986			87,6
1987			80,7
1988			100,0
1989	45,6		107,3
1990	81,5		109,8
1991	100,0	103,7	120,3
1992	115,8	91,2	130,2
1993	128,7	95,9	140,0
1994	128,8	100,0	134,3
1995	120,0	109,3	90,2
1996	119,1	115,4	101,3
1997	123,6	118,4	
1998	128,2	115,0	
1999	140,9	76,4	
2000	139,3	82,3	
2001	147,2		
2002	62,8		
2003	67,1		

- Productividad, salario constante, y salario real, pág.: 43

México	Productividad	Salario cte		Salario real	
1985	1,02	USD	406,4	USD	408,9
1986	0,98	USD	297,7	USD	370,4
1987	0,99	USD	290,1	USD	360,0
1988	1,00	USD	188,9	USD	188,9
1989	1,04	USD	211,2	USD	200,1
1990	1,09	USD	229,1	USD	202,7
1991	1,13	USD	278,0	USD	215,6
1992	1,17	USD	334,8	USD	231,9
1993	1,23	USD	382,3	USD	246,3
1994	1,29	USD	390,6	USD	258,1
1995	1,25	USD	232,4	USD	224,0
1996	1,31	USD	236,9	USD	205,9

Brasil	Productividad	Salario cte		Salario real	
1988	0,88				
1989	0,91				
1990	0,89				
1991	0,91				
1992	0,91				
1993	0,95				
1994	1,00	USD	256,7	USD	255,9
1995	1,04	USD	420,3	USD	262,9
1996	1,07	USD	467,3	USD	259,8
1997	1,11	USD	460,8	USD	257,7
1998	1,12	USD	422,3	USD	239,5
1999	1,15	USD	271,8	USD	236,6
2000	1,19	USD	272,1	USD	231,0

Argentina	Productividad	Salario cte	Salario real
1985	0,98	USD 406,7	
1986	0,90	USD 529,8	
1987	0,97	USD 484,5	
1988	0,98	USD 443,2	
1989	0,92	USD 221,2	
1990	0,90	USD 533,1	
1991	1,00	USD 757,1	USD 747,0
1992	1,13	USD 939,1	USD 751,6
1993	1,23	USD 989,8	USD 730,5
1994	1,33	USD 1.022,8	USD 734,2
1995	1,38	USD 940,1	USD 676,6
1996	1,45	USD 873,9	USD 642,6
1997	1,53	USD 881,8	USD 644,6
1998	1,55	USD 935,7	USD 660,9
1999	1,52	USD 888,0	USD 639,9
2000	1,52	USD 820,2	USD 631,1
2001	1,50	USD 815,2	USD 642,6
2002	1,37	USD 252,2	USD 500,0

- Tasa de desempleo, pág.: 46

	Argentina	Brasil	México
1984	4,6%	7,1%	6,0%
1985	6,1%	5,3%	4,4%
1986	5,6%	3,6%	4,3%
1987	5,9%	3,7%	3,9%
1988	6,3%	3,8%	3,5%
1989	7,8%	3,3%	2,9%
1990	7,5%	4,3%	2,7%
1991	6,5%	4,8%	2,7%
1992	7,0%	5,8%	2,8%
1993	9,6%	5,3%	3,4%
1994	11,5%	5,1%	3,7%
1995	17,5%	4,6%	6,2%
1996	17,2%	5,4%	5,5%
1997	14,9%	5,7%	
1998	12,9%	6,1%	
1999	14,3%	8,0%	
2000	15,1%	7,5%	
2001	17,4%		
2002	19,7%		

- PBI a precios constantes, pág.: 47

	Argentina	Brasil	México
1985			100,8
1986			97,0
1987			98,8
1988			100,0
1989			104,2
1990	88,8		109,5
1991	100,0	91,1	114,1
1992	111,9	90,7	118,2
1993	118,6	94,9	123,0
1994	125,5	100,0	128,9
1995	121,9	104,4	121,4
1996	128,6	106,7	
1997	139,1	110,3	
1998	144,4	110,7	
1999	139,5	111,2	
2000	138,4	115,8	
2001	132,3		
2002	117,9		
2003	128,3		

- Resultado primario, pág.: 48

Primario	Argentina	Brasil	México
1988			7,5%
1989			7,7%
1990		1,1%	7,2%
1991		0,8%	4,8%
1992		1,6%	5,2%
1993	1,17%	1,3%	3,3%
1994	0,14%	2,6%	2,1%
1995	-0,38%	2,0%	4,7%
1996	-0,90%	1,0%	4,3%
1997	0,24%	1,2%	
1998	0,49%	0,9%	
1999	-0,61%	2,7%	
2000	0,37%		
2001	-1,08%		
2002	0,09%		
2003	2,67%		

- Resultado total, pág.: 49

Total	Argentina	Brasil	México
1988			-10,2%
1989			-4,6%
1990			-2,6%
1991			-0,5%
1992			1,5%
1993	0,0%		0,7%
1994	-1,2%		-0,1%
1995	-1,9%		0,0%
1996	-2,6%	-5,3%	0,0%
1997	-1,7%	-5,6%	
1998	-1,7%	-7,2%	
1999	-3,5%	-5,2%	
2000	-3,0%	-3,3%	
2001	-4,9%		
2002	-1,9%		
2003	1,1%		

- Deuda externa/PBI, pág.: 50

	Argentina	Brasil	México
1985			53,0%
1986			77,6%
1987			73,0%
1988			55,1%
1989			42,7%
1990	44,0%	26,5%	38,8%
1991	32,3%	30,4%	36,5%
1992	27,4%	34,8%	31,4%
1993	31,9%	33,1%	31,6%
1994	33,2%	27,1%	32,1%
1995	38,2%	22,6%	55,5%
1996	40,3%	23,0%	
1997	42,4%	24,8%	
1998	47,5%	30,7%	
1999	51,2%	45,0%	
2000	51,5%	39,2%	
2001	52,2%		
2002	131,5%		
2003	112,3%		

- Déficit de cuenta corriente/Exportaciones, pág.: 50

	Argentina	Brasil	México	Latam
1985			-1,7%	3,7%
1986			8,2%	20,2%
1987			-13,4%	11,2%
1988			9,0%	9,9%
1989	11,1%		12,5%	5,4%
1990	-30,8%	10,9%	21,9%	4,8%
1991	4,5%	4,2%	33,7%	14,7%
1992	37,2%	-15,3%	60,1%	24,8%
1993	49,3%	0,0%	52,4%	28,0%
1994	54,9%	2,4%	58,2%	26,3%
1995	11,6%	34,5%		15,0%
1996	14,0%	44,3%		14,4%
1997	35,5%	51,5%		22,2%
1998	38,8%	56,0%		29,5%
1999	33,9%	45,9%		17,5%
2000	20,2%	37,5%		12,2%
2001	6,0%			14,7%
2002	-24,5%			3,8%

- Deuda externa/Exportaciones, pág.: 50

	Argentina	Brasil	México	Latam
1985			357%	376%
1986			459%	448%
1987			371%	419%
1988			347%	357%
1989			289%	328%
1990	420%	351%	266%	328%
1991	426%	354%	287%	330%
1992	427%	341%	275%	320%
1993	485%	334%	284%	325%
1994	465%	303%	271%	296%
1995	414%	303%		265%
1996	406%	339%		246%
1997	436%	338%		221%
1998	457%	405%		260%
1999	524%	437%		245%
2000	471%	366%		198%
2001	455%			203%
2002	468%			200%

- Tasas de interés de títulos soberanos a 10 años, pág.: 56

	Alemania	España	Francia	Italia	Portugal	Irlanda	Grecia
ene-95	7,44	11,78	8,12	12,37	11,79	8,67	
feb-95	7,37	11,76	8,01	12,39	11,70	8,74	
mar-95	7,19	12,28	7,90	13,45	11,98	8,86	
abr-95	7,02	12,01	7,81	13,40	12,17	8,66	
may-95	6,58	11,55	7,44	12,30	11,91	8,10	
jun-95	6,90	11,82	7,62	12,38	11,89	8,58	
jul-95	6,76	11,29	7,43	12,21	11,69	8,32	
ago-95	6,68	11,07	7,37	11,66	11,31	8,09	
sep-95	6,61	10,99	7,49	11,54	11,15	8,07	
oct-95	6,43	11,32	7,28	11,96	11,22	7,85	
nov-95	6,15	10,29	6,92	11,63	10,74	7,43	
dic-95	6,01	9,73	6,69	11,17	10,03	7,34	
ene-96	5,91	9,55	6,39	10,43	9,44	7,21	
feb-96	6,40	9,70	6,71	10,52	9,45	7,74	
mar-96	6,44	9,74	6,60	10,69	9,46	7,89	
abr-96	6,35	9,13	6,40	10,34	9,06	7,35	
may-96	6,52	9,15	6,52	9,70	8,97	7,55	
jun-96	6,60	8,87	6,49	9,57	8,88	7,49	
jul-96	6,37	8,93	6,41	9,43	8,71	7,52	
ago-96	6,37	8,80	6,49	9,48	8,71	7,50	
sep-96	6,09	7,92	6,11	9,17	8,32	6,88	
oct-96	5,99	7,80	5,97	8,23	7,59	6,83	
nov-96	5,61	7,03	5,60	7,69	7,17	6,45	
dic-96	5,80	6,83	5,82	7,57	6,95	6,58	
ene-97	5,78	6,72	5,58	7,38	6,72	6,54	
feb-97	5,50	6,84	5,43	7,36	6,66	6,34	
mar-97	5,87	7,21	5,82	7,87	6,87	6,79	
abr-97	5,80	6,87	5,74	7,74	6,80	6,62	
may-97	5,93	6,68	5,80	7,32	6,49	6,61	
jun-97	5,67	6,37	5,59	7,07	6,41	6,44	9,15
jul-97	5,54	6,11	5,45	6,52	6,26	6,21	9,42
ago-97	5,69	6,30	5,60	6,66	6,35	6,29	9,62
sep-97	5,52	5,87	5,48	6,36	6,13	5,94	9,43
oct-97	5,57	6,03	5,59	6,20	5,98	6,03	9,30
nov-97	5,45	5,80	5,45	6,13	5,96	5,78	10,76
dic-97	5,35	5,63	5,33	5,74	5,67	5,48	10,48
ene-98	5,06	5,32	5,11	5,43	5,40	5,29	11,03
feb-98	4,94	5,15	4,98	5,38	5,32	5,18	11,03
mar-98	4,90	5,13	4,97	5,20	5,25	5,10	9,27
abr-98	4,99	5,23	5,12	5,15	5,17	5,24	8,11
may-98	4,87	5,06	4,92	5,21	5,18	5,17	7,85

	Alemania	España	Francia	Italia	Portugal	Irlanda	Grecia
jun-98	4,78	5,02	4,84	5,08	5,06	5,06	7,74
jul-98	4,70	4,91	4,75	4,97	4,95	4,93	7,67
ago-98	4,20	4,67	4,32	4,79	4,76	4,63	7,56
sep-98	3,89	4,30	4,01	4,53	4,46	4,32	8,25
oct-98	4,13	4,50	4,27	4,49	4,43	4,40	8,45
nov-98	3,96	4,26	4,05	4,38	4,43	4,21	7,65
dic-98	3,86	4,00	3,89	4,00	4,12	4,06	7,17
ene-99	3,64	3,85	3,71	3,89	3,90	3,87	6,12
feb-99	4,00	4,22	4,08	4,23	4,02	4,21	6,05
mar-99	3,99	4,25	4,10	4,24	4,24	4,13	6,03
abr-99	3,83	4,09	3,90	4,06	4,13	3,90	5,83
may-99	4,13	4,43	4,23	4,40	4,32	4,33	5,89
jun-99	4,48	4,77	4,68	4,81	4,66	4,74	6,19
jul-99	4,83	5,05	4,95	5,04	4,99	5,08	6,56
ago-99	4,90	5,18	5,03	5,16	5,22	5,20	6,58
sep-99	5,13	5,35	5,26	5,35	5,41	5,34	6,69
oct-99	5,10	5,42	5,29	5,42	5,62	5,39	7,13
nov-99	5,19	5,44	5,31	5,37	5,36	5,40	6,55
dic-99	5,35	5,57	5,47	5,63	5,46	5,60	6,46
ene-00	5,54	5,82	5,68	5,78	5,81	5,79	6,60
feb-00	5,49	5,72	5,62	5,77	5,78	5,76	6,43
mar-00	5,22	5,46	5,33	5,52	5,61	5,46	6,20
abr-00	5,30	5,54	5,40	5,58	5,52	5,52	6,12
may-00	5,18	5,51	5,35	5,53	5,68	5,44	6,18
jun-00	5,22	5,50	5,36	5,57	5,54	5,52	6,08
jul-00	5,21	5,50	5,35	5,56	5,61	5,47	6,05
ago-00	5,30	5,61	5,46	5,65	5,57	5,57	6,09
sep-00	5,23	5,53	5,37	5,60	5,63	5,47	6,03
oct-00	5,24	5,50	5,34	5,59	5,58	5,46	5,97
nov-00	5,00	5,28	5,12	5,38	5,53	5,21	5,70
dic-00	4,86	5,15	4,99	5,25	5,28	5,08	5,45
ene-01	4,80	5,07	4,93	5,18	5,16	5,01	5,37
feb-01	4,75	5,03	4,88	5,16	5,14	4,97	5,32
mar-01	4,69	4,97	4,84	5,11	5,09	4,91	5,29
abr-01	5,01	5,36	5,19	5,41	5,27	5,25	5,55
may-01	5,16	5,47	5,29	5,53	5,42	5,36	5,63
jun-01	5,10	5,41	5,23	5,49	5,38	5,30	5,56
jul-01	4,88	5,18	4,98	5,26	5,39	5,07	5,36
ago-01	4,79	5,08	4,87	5,14	5,19	4,96	5,24
sep-01	4,80	5,10	4,87	5,13	5,17	4,97	5,22
oct-01	4,37	4,66	4,53	4,72	4,92	4,52	4,85
nov-01	4,56	4,84	4,67	4,89	4,76	4,72	4,99
dic-01	5,00	5,18	5,07	5,24	5,01	5,11	5,28
ene-02	4,90	5,08	4,97	5,19	5,08	5,17	5,30

	Alemania	España	Francia	Italia	Portugal	Irlanda	Grecia
feb-02	4,95	5,13	5,02	5,21	5,15	5,21	5,31
mar-02	5,24	5,43	5,33	5,51	5,39	5,50	5,57
abr-02	5,13	5,30	5,22	5,38	5,39	5,37	5,45
may-02	5,17	5,34	5,28	5,41	5,40	5,40	5,44
jun-02	4,94	5,12	5,04	5,20	5,26	5,18	5,25
jul-02	4,75	4,91	4,83	5,00	5,12	4,98	5,16
ago-02	4,56	4,70	4,64	4,78	4,85	4,80	4,88
sep-02	4,27	4,44	4,39	4,50	4,63	4,53	4,62
oct-02	4,51	4,65	4,57	4,74	4,70	4,70	4,83
nov-02	4,48	4,57	4,56	4,70	4,66	4,64	4,75
dic-02	4,19	4,27	4,25	4,42	4,45	4,31	4,44
ene-03	4,08	4,11	4,12	4,28	4,27	4,19	4,33
feb-03	3,90	3,93	3,96	4,13	4,04	3,97	4,19
mar-03	4,04	4,06	4,11	4,20	4,08	4,10	4,30
abr-03	4,07	4,18	4,13	4,21	4,18	4,13	4,33
may-03	3,69	3,83	3,76	3,83	3,91	3,77	3,83
jun-03	3,80	3,88	3,84	3,97	3,77	3,85	3,97
jul-03	4,21	4,22	4,21	4,35	4,10	4,20	4,23
ago-03	4,17	4,24	4,17	4,31	4,26	4,20	4,31
sep-03	4,01	4,02	4,07	4,15	4,29	3,99	4,18
oct-03	4,33	4,32	4,33	4,43	4,36	4,33	4,46
nov-03	4,47	4,46	4,47	4,58	4,48	4,44	4,53
dic-03	4,29	4,29	4,30	4,43	4,37	4,26	4,43
ene-04	4,24	4,24	4,26	4,37	4,31	4,21	4,47
feb-04	4,04	4,05	4,05	4,17	4,10	4,00	4,27
mar-04	3,92	4,03	4,00	4,16	3,97	3,89	4,19
abr-04	4,21	4,25	4,28	4,44	4,31	4,13	4,44
may-04	4,38	4,41	4,40	4,56	4,48	4,31	4,54
jun-04	4,31	4,34	4,34	4,50	4,42	4,23	4,53
jul-04	4,21	4,24	4,23	4,39	4,30	4,13	4,43
ago-04	4,02	4,04	4,03	4,20	4,11	3,96	4,25
sep-04	3,99	4,01	4,05	4,16	4,07	3,98	4,20
oct-04	3,85	3,87	3,92	4,03	3,94	3,87	4,05
nov-04	3,79	3,74	3,79	3,93	3,78	3,75	3,91
dic-04	3,68	3,71	3,67	3,82	3,67	3,67	3,80
ene-05	3,54	3,56	3,54	3,66	3,52	3,48	3,63
feb-05	3,74	3,74	3,76	3,85	3,70	3,65	3,91
mar-05	3,62	3,64	3,65	3,76	3,61	3,60	3,84
abr-05	3,40	3,43	3,45	3,57	3,41	3,38	3,67
may-05	3,27	3,26	3,29	3,48	3,28	3,23	3,51
jun-05	3,13	3,12	3,13	3,34	3,13	3,13	3,38
jul-05	3,24	3,24	3,29	3,45	3,39	3,21	3,46
ago-05	3,10	3,08	3,15	3,30	3,24	3,05	3,32
sep-05	3,15	3,14	3,20	3,36	3,30	3,08	3,37

	Alemania	España	Francia	Italia	Portugal	Irlanda	Grecia
oct-05	3,40	3,36	3,42	3,59	3,53	3,33	3,60
nov-05	3,45	3,47	3,45	3,62	3,55	3,44	3,64
dic-05	3,31	3,32	3,32	3,52	3,41	3,30	3,53
ene-06	3,48	3,49	3,49	3,69	3,58	3,48	3,77
feb-06	3,49	3,51	3,52	3,70	3,60	3,49	3,78
mar-06	3,79	3,81	3,82	4,07	3,89	3,80	4,10
abr-06	3,95	3,96	3,98	4,26	4,05	3,95	4,27
may-06	3,99	4,00	4,00	4,30	4,07	3,97	4,30
jun-06	4,06	4,06	4,07	4,37	4,17	4,05	4,38
jul-06	3,92	3,92	3,93	4,21	4,10	3,92	4,23
ago-06	3,76	3,75	3,76	4,04	3,93	3,76	4,06
sep-06	3,71	3,71	3,72	3,99	3,88	3,71	4,01
oct-06	3,74	3,79	3,75	3,99	3,91	3,75	4,01
nov-06	3,69	3,73	3,70	3,94	3,85	3,68	3,94
dic-06	3,96	4,00	3,99	4,22	4,13	3,97	4,23
ene-07	4,10	4,15	4,14	4,32	4,24	4,11	4,37
feb-07	3,96	4,01	4,01	4,20	4,10	3,96	4,21
mar-07	4,06	4,10	4,12	4,28	4,19	4,09	4,31
abr-07	4,15	4,19	4,19	4,37	4,28	4,17	4,40
may-07	4,41	4,46	4,45	4,61	4,59	4,44	4,63
jun-07	4,56	4,62	4,60	4,79	4,76	4,60	4,80
jul-07	4,32	4,40	4,39	4,62	4,61	4,42	4,67
ago-07	4,25	4,36	4,33	4,53	4,50	4,34	4,58
sep-07	4,34	4,43	4,46	4,60	4,56	4,42	4,63
oct-07	4,29	4,40	4,39	4,56	4,47	4,40	4,58
nov-07	4,16	4,29	4,26	4,49	4,42	4,39	4,48
dic-07	4,32	4,40	4,42	4,63	4,52	4,50	4,63
ene-08	3,93	4,10	4,06	4,31	4,21	4,16	4,30
feb-08	3,87	4,15	3,99	4,31	4,30	4,14	4,33
mar-08	3,90	4,22	4,12	4,42	4,41	4,29	4,46
abr-08	4,12	4,40	4,33	4,57	4,57	4,55	4,58
may-08	4,45	4,61	4,61	4,87	4,79	4,80	4,98
jun-08	4,63	4,90	4,83	5,23	5,08	5,07	5,30
jul-08	4,35	4,67	4,53	4,96	4,80	4,71	5,00
ago-08	4,17	4,54	4,38	4,82	4,67	4,64	4,87
sep-08	4,03	4,59	4,36	4,89	4,72	4,69	4,94
oct-08	3,88	4,58	4,28	5,11	4,81	4,98	5,45
nov-08	3,25	3,91	3,73	4,46	4,03	4,31	4,83
dic-08	2,95	3,79	3,42	4,38	3,96	4,44	5,20
ene-09	3,28	4,38	3,78	4,69	4,58	5,58	5,80
feb-09	3,09	4,27	3,64	4,65	4,83	5,71	5,62
mar-09	3,00	4,06	3,63	4,39	4,53	5,47	5,73
abr-09	3,18	3,94	3,60	4,28	4,35	5,24	5,33
may-09	3,61	4,40	3,96	4,63	4,37	5,44	5,50

	Alemania	España	Francia	Italia	Portugal	Irlanda	Grecia
jun-09	3,39	4,14	3,74	4,45	4,37	5,71	5,07
jul-09	3,30	3,84	3,58	4,16	3,91	4,96	4,52
ago-09	3,27	3,79	3,56	4,07	3,89	4,81	4,53
sep-09	3,21	3,80	3,52	4,00	3,87	4,72	4,52
oct-09	3,24	3,82	3,54	3,95	3,78	4,71	4,68
nov-09	3,16	3,75	3,42	4,02	3,76	4,84	5,00
dic-09	3,40	3,98	3,60	4,15	4,06	4,88	5,76
ene-10	3,20	4,14	3,47	4,11	4,41	4,76	6,89
feb-10	3,11	3,88	3,42	4,01	4,48	4,55	6,54
mar-10	3,10	3,82	3,44	3,87	4,24	4,50	6,52
abr-10	2,97	4,04	3,29	3,98	5,15	5,19	9,13
may-10	2,65	4,30	2,92	4,16	4,83	4,90	7,78
jun-10	2,55	4,57	3,07	4,09	5,73	5,57	10,55
jul-10	2,67	4,23	2,96	3,95	5,27	5,09	10,37
ago-10	2,11	4,06	2,46	3,76	5,47	5,75	11,50
sep-10	2,29	4,14	2,67	3,86	6,35	6,75	10,56
oct-10	2,52	4,22	2,94	3,90	6,00	7,02	10,74
nov-10	2,67	5,58	3,15	4,68	7,19	9,60	12,06
dic-10	2,95	5,48	3,35	4,84	6,68	9,23	12,54
ene-11	3,16	5,38	3,54	4,72	7,05	9,16	11,38
feb-11	3,17	5,39	3,55	4,84	7,54	9,39	12,00
mar-11	3,36	5,30	3,71	4,82	8,74	10,35	12,84
abr-11	3,24	5,29	3,59	4,73	10,09	10,70	15,94
may-11	3,02	5,37	3,42	4,78	9,84	11,09	16,26
jun-11	3,03	5,46	3,51	4,89	11,24	11,81	16,44
jul-11	2,55	6,14	3,24	5,91	11,04	11,03	14,93
ago-11	2,22	5,06	2,89	5,13	10,53	8,69	18,25
sep-11	1,89	5,14	2,60	5,55	11,30	7,83	22,66
oct-11	2,03	5,55	3,13	6,11	11,94	8,28	24,25
nov-11	2,28	6,27	3,39	7,08	13,97	9,44	28,87
dic-11	1,83	5,09	3,15	7,04	13,56	8,52	35,49
ene-12	1,79	5,02	3,07	5,97	16,42	7,26	34,32
feb-12	1,81	4,99	3,00	5,19	13,75	7,00	36,59
mar-12	1,80	5,35	2,91	5,12	11,73	6,94	21,10
abr-12	1,66	5,79	2,97	5,51	10,76	6,90	20,65
may-12	1,21	6,55	2,35	6,03	12,19	7,42	30,19
jun-12	1,58	6,50	2,71	5,79	10,23	6,41	26,40
jul-12	1,28	6,76	2,08	6,09	11,27	6,08	25,51
ago-12	1,34	6,72	2,17	5,84	9,38	5,96	23,42
sep-12	1,43	5,97	2,18	5,16	9,30	5,29	19,48
oct-12	1,46	5,63	2,26	4,96	8,24	4,85	17,63
nov-12	1,38	5,33	2,05	4,51	7,73	4,51	16,15
dic-12	1,31	5,31	1,99	4,53	7,00	4,53	11,92
ene-13	1,68	5,22	2,26	4,30	6,17	4,10	10,82

	Alemania	España	Francia	Italia	Portugal	Irlanda	Grecia
feb-13	1,46	5,12	2,17	4,77	6,36	3,78	11,05
mar-13	1,28	5,06	2,02	4,74	6,44	4,22	12,44
abr-13	1,21	4,13	1,71	3,89	5,71	3,55	11,13
may-13	1,51	4,43	2,08	4,15	5,61	3,74	9,44
jun-13	1,73	4,77	2,35	4,54	6,45	4,13	11,12
jul-13	1,68	4,66	2,24	4,41	6,41	3,90	10,09
ago-13	1,86	4,54	2,47	4,38	6,80	4,20	10,41
sep-13	1,78	4,32	2,33	4,59	6,71	3,89	9,80
oct-13	1,68	4,05	2,25	4,14	6,26	3,50	8,44
nov-13	1,69	4,13	2,23	4,05	5,89	3,54	8,92
dic-13	1,94	4,15	2,43	4,09	6,04	3,47	8,55
ene-14	1,66	3,68	2,24	3,78	5,02	3,31	8,69
feb-14	1,63	3,51	2,20	3,48	4,86	3,11	6,95
mar-14	1,57	3,24	2,09	3,30	4,07	3,02	6,57
abr-14	1,47	3,03	1,97	3,08	3,65	2,82	6,21
may-14	1,36	2,86	1,77	2,97	3,63	2,62	6,26
jun-14	1,25	2,67	1,60	2,74	3,65	2,36	5,96
jul-14	1,17	2,51	1,55	2,70	3,62	2,22	6,03
ago-14	0,89	2,23	1,25	2,44	3,21	1,79	5,85
sep-14	0,95	2,17	1,29	2,37	3,16	1,67	6,69
oct-14	0,84	2,11	1,19	2,38	3,22	1,73	8,07
nov-14	0,70	1,91	0,97	2,05	2,85	1,39	8,30
dic-14	0,54	1,61	0,84	1,88	2,69	1,24	9,60
ene-15	0,31	1,46	0,56	1,67	2,40	1,14	11,28
feb-15	0,32	1,26	0,53	1,34	1,83	0,88	9,52
mar-15	0,19	1,23	0,48	1,25	1,71	0,76	11,45
abr-15	0,36	1,50	0,65	1,52	2,14	0,93	10,89
may-15	0,49	1,84	0,81	1,85	2,56	1,18	11,17
jun-15	0,77	2,31	1,20	2,30	2,98	1,64	15,41
jul-15	0,65	1,84	0,94	1,78	2,39	1,21	12,11
ago-15	0,80	2,12	1,12	1,94	2,65	1,45	9,29
sep-15	0,59	1,90	0,90	1,73	2,39	1,24	8,46
oct-15	0,52	1,67	0,89	1,50	2,54	1,12	7,94
nov-15	0,48	1,53	0,80	1,43	2,33	1,00	7,50
dic-15	0,64	1,78	0,99	1,60	2,54	1,15	8,39
ene-16	0,33	1,51	0,65	1,43	2,68	0,84	9,72
feb-16	0,11	1,53	0,46	1,41	2,87	0,81	10,50
mar-16	0,16	1,44	0,41	1,23	2,78	0,73	8,70
abr-16	0,28	1,59	0,65	1,50	3,18	0,99	8,91
may-16	0,15	1,48	0,49	1,37	3,08	0,77	7,26
jun-16	-0,13	1,13	0,20	1,27	3,09	0,54	8,22
jul-16	-0,12	1,02	0,10	1,17	2,93	0,42	8,26

- Consumo del gobierno, pág.: 57

Grecia	Crecimiento anual [%]	Consumo [%] del PBI
1992	-3,0%	16,0%
1993	2,6%	16,6%
1994	-1,1%	16,0%
1995	5,6%	17,8%
1996	5,3%	17,6%
1997	-3,2%	17,7%
1998	2,6%	17,5%
1999	3,6%	18,0%
2000	3,6%	18,3%
2001	4,8%	18,7%
2002	2,7%	19,2%
2003	3,0%	19,0%
2004	4,1%	19,2%
2005	4,1%	20,0%
2006	6,8%	20,2%
2007	5,4%	20,5%
2008	-2,3%	20,7%
2009	2,0%	23,3%
2010	-4,2%	22,2%
2011	-7,0%	21,8%
2012	-6,0%	21,7%
2013	-6,5%	20,4%
2014	-2,6%	19,9%
2015	0,0%	20,0%

- Crecimiento anual del PBI, pág.: 61

	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Portugal	1,1%	-2,0%	1,0%	4,3%	3,5%	4,4%

1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
4,8%	3,9%	3,8%	1,9%	0,8%	-0,9%	1,8%

2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
0,8%	1,6%	2,5%	0,2%	-3,0%	1,9%	-1,8%

2012	2013	2014	2015
-4,0%	-1,1%	0,9%	1,5%

- PBI per cápita, productividad, y costo laboral, pág.: 61

	Portugal	EURO (19)
1996	4,3%	1,9%
1997	3,6%	-1,5%
1998	4,3%	0,0%
1999	3,1%	1,7%
2000	4,4%	1,1%
2001	3,6%	1,6%
2002	3,1%	2,3%
2003	3,4%	2,2%
2004	0,2%	0,6%
2005	3,4%	1,4%
2006	0,3%	0,7%
2007	1,6%	1,5%
2008	2,6%	3,6%
2009	2,3%	4,7%
2010	-1,5%	-0,8%
2011	-1,9%	0,6%
2012	-3,4%	1,9%
2013	1,6%	1,1%
2014	-0,6%	0,6%
2015	-0,2%	0,3%

- Deuda del sector privado como % del PBI (1999=100), pág.: 63

	Portugal	Italia	Irlanda	Grecia	España
1999	100,0	100,0		100,0	100,0
2000	107,2	100,9		113,4	110,3
2001	115,3	103,6	100,0	124,7	115,5
2002	119,7	108,0	95,9	131,9	118,4
2003	127,6	111,1	96,4	137,6	123,7
2004	133,7	114,0	102,3	144,8	131,6
2005	135,7	118,3	118,4	164,8	144,0
2006	137,2	126,0	129,1	175,0	160,4
2007	143,4	130,3	130,3	191,7	167,1
2008	151,2	132,9	160,9	211,8	163,3
2009	156,0	137,6	180,7	218,4	161,9
2010	155,1	140,5	181,5	237,0	163,3
2011	153,7	141,8	189,7	242,7	159,4
2012	158,2	140,7	193,9	247,8	153,0
2013	152,8	137,8	186,8	244,8	145,9
2014	148,5	136,4	185,5	240,3	139,5
2015	141,5			234,5	130,8

- Deuda del sector privado como % del PBI, pág.: 63

	Portugal	Italia	Irlanda	Grecia	España
1999	194,37	129,92		59,34	164,31
2000	208,36	131,12		67,27	181,18
2001	224,13	134,62	196,93	74,02	189,79
2002	232,58	140,27	188,76	78,24	194,62
2003	248,04	144,34	189,79	81,66	203,25
2004	259,79	148,11	201,41	85,93	216,21
2005	263,79	153,69	233,2	97,82	236,62
2006	266,7	163,67	254,14	103,84	263,49
2007	278,78	169,33	256,63	113,76	274,52
2008	293,89	172,62	316,83	125,66	268,34
2009	303,14	178,73	355,87	129,58	266,06
2010	301,51	182,57	357,39	140,66	268,32
2011	298,71	184,23	373,63	144,03	261,92
2012	307,54	182,86	381,9	147,05	251,46
2013	296,92	179,04	367,83	145,27	239,68
2014	288,55	177,17	365,35	142,6	229,27
2015	275,13			139,18	214,91

- Inflación anualizada, pág.: 68

	Francia	Alemania	Portugal	Italia	Irlanda	Grecia	España
1992	2,46%	5,05%	8,86%	5,00%	3,15%	15,87%	7,15%
1993	2,24%	4,48%	5,93%	4,50%	1,42%	14,35%	4,57%
1994	1,66%	2,72%	4,97%	4,16%	2,37%	10,88%	4,72%
1995	1,77%	1,73%	3,97%	5,39%	2,52%	8,82%	4,67%
1996	2,08%	1,26%	2,94%	3,98%	2,17%	7,87%	3,60%
1997	1,27%	1,51%	1,89%	1,85%	1,25%	5,44%	1,88%
1998	0,68%	0,62%	2,22%	2,03%	2,14%	4,52%	1,76%
1999	0,57%	0,65%	2,17%	1,65%	2,45%	2,14%	2,24%
2000	1,82%	1,38%	2,81%	2,58%	5,28%	2,90%	3,48%
2001	1,78%	1,91%	4,41%	2,32%	3,99%	3,64%	3,59%
2002	1,94%	1,35%	3,70%	2,61%	4,70%	3,92%	3,53%
2003	2,17%	1,03%	3,24%	2,81%	4,02%	3,45%	3,04%
2004	2,33%	1,78%	2,51%	2,26%	2,30%	3,02%	3,05%
2005	1,89%	1,95%	2,13%	2,21%	2,18%	3,49%	3,38%
2006	1,89%	1,80%	3,05%	2,23%	2,68%	3,31%	3,52%
2007	1,61%	2,27%	2,42%	2,03%	2,88%	2,99%	2,78%
2008	3,16%	2,76%	2,65%	3,49%	3,12%	4,23%	4,08%
2009	0,11%	0,22%	-0,90%	0,77%	-1,69%	1,35%	-0,28%
2010	1,74%	1,15%	1,39%	1,62%	-1,61%	4,70%	1,80%
2011	2,29%	2,48%	3,55%	2,94%	1,21%	3,12%	3,19%

	Francia	Alemania	Portugal	Italia	Irlanda	Grecia	España
2012	2,22%	2,15%	2,78%	3,32%	1,90%	1,04%	2,44%
2013	0,99%	1,59%	0,44%	1,25%	0,53%	-0,85%	1,41%
2014	0,61%	0,77%	-0,16%	0,23%	0,30%	-1,39%	-0,15%
2015	0,09%	0,14%	0,51%	0,11%	-0,03%	-1,09%	-0,50%

- Balance global de la balanza de pagos (%PBI), pág.: 69.

	Francia	Alemania	Portugal	Italia	Irlanda	Grecia	España
1999	6,4%	-1,2%	-13,8%	1,6%		-7,1%	-4,2%
2000	4,1%	-3,6%	-18,9%	-0,6%		-12,3%	-6,7%
2001	2,7%	-0,5%	-18,0%	0,3%		-9,9%	-6,8%
2002	1,6%	2,2%	-12,9%	-1,4%		-6,5%	-4,8%
2003	-0,7%	3,9%	-9,7%	-2,3%		-11,2%	-5,0%
2004	1,1%	9,4%	-13,3%	-1,4%		-8,6%	-8,7%
2005	-0,4%	8,7%	-17,3%	-2,9%	-2,8%	-12,7%	-13,3%
2006	-1,2%	12,2%	-18,8%	-4,0%	-5,9%	-18,7%	-16,9%
2007	-0,1%	14,1%	-17,5%	-3,8%	-11,3%	-23,9%	-18,6%
2008	-2,4%	10,4%	-21,8%	-4,7%	-14,7%	-25,3%	-17,9%
2009	-2,6%	11,1%	-18,6%	-4,2%	-2,1%	-3,1%	-8,7%
2010	-0,7%	9,3%	-17,3%	-8,8%	-3,1%	-18,6%	-7,5%
2011	-3,5%	10,6%	-9,2%	-7,1%	-4,7%	-17,4%	-5,6%
2012	-3,1%	12,3%	0,4%	-0,9%	2,5%	-4,1%	0,4%
2013	-1,5%	14,5%	6,4%	1,6%	11,7%	1,0%	5,6%
2014	-1,5%	15,7%	3,3%	4,6%	7,1%	-0,2%	-1,9%
2015	-0,6%	15,9%	3,5%	4,8%	22,2%	2,8%	3,9%

- Balance de cuenta corriente (%PBI), pág.: 69.

	Francia	Alemania	Portugal	Italia	Irlanda	Grecia	España
1999		-1,4%	-8,8%	0,6%		-5,1%	-3,3%
2000		-1,7%	-10,9%	-0,5%		-7,5%	-4,4%
2001		-0,4%	-10,4%	-0,1%		-6,9%	-4,4%
2002		1,9%	-8,5%	-0,7%		-6,2%	-3,7%
2003		1,4%	-7,2%	-1,2%		-6,3%	-3,9%
2004		4,5%	-8,4%	-0,9%		-5,6%	-5,6%
2005		4,6%	-9,9%	-1,6%	-3,4%	-7,4%	-7,5%
2006		5,7%	-10,7%	-2,5%	-3,4%	-10,8%	-9,0%
2007		6,8%	-9,8%	-2,3%	-5,1%	-14,0%	-9,7%
2008		5,6%	-12,2%	-2,8%	-5,6%	-14,5%	-9,3%
2009		5,8%	-10,4%	-1,9%	-2,1%	-10,9%	-4,3%
2010		5,6%	-10,2%	-3,5%	1,1%	-10,1%	-3,9%
2011		6,1%	-6,0%	-3,1%	1,2%	-9,9%	-3,2%

	Francia	Alemania	Portugal	Italia	Irlanda	Grecia	España
2012		7,0%	-1,9%	-0,4%	4,1%	-2,5%	-0,3%
2013		6,8%	1,5%	0,9%	6,1%	-2,1%	1,5%
2014		7,3%	0,1%	1,8%	3,6%	-2,1%	0,9%
2015		8,5%	0,5%	2,2%	12,2%	-0,1%	1,4%

- Tipo de cambio real multilateral, pág.: 70.

	Portugal	Italia	Irlanda	Grecia	España
1996	102,0	101,5	116,3	103,7	104,9
1997	100,1	100,9	107,4	103,4	100,2
1998	100,5	101,3	103,8	100,3	100,6
1999	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
2000	97,4	94,9	95,4	93,2	97,6
2001	99,8	96,2	98,7	94,4	99,4
2002	102,2	98,5	104,2	97,3	101,7
2003	106,7	104,6	114,9	103,5	106,6
2004	107,9	106,5	117,7	105,5	108,9
2005	107,9	105,2	117,7	105,9	110,0
2006	108,3	104,8	119,9	106,8	111,6
2007	109,8	105,8	126,8	108,5	113,6
2008	110,7	107,3	132,7	111,6	116,6
2009	110,1	108,6	126,4	113,1	117,0
2010	107,8	104,6	117,9	113,0	114,0
2011	108,7	104,6	118,0	113,8	114,7
2012	107,2	102,7	112,5	110,3	112,2
2013	107,3	104,5	114,9	109,4	114,1
2014	106,1	104,1	113,3	107,0	112,7

- Índice de costo laboral, pág.: 71.

	Portugal	Italia	Irlanda	Grecia	España	Alemania
1999	1,00	1,00	1,00	1,00		1,00
2000	0,99	1,03	1,08	1,08		1,03
2001	1,08	1,09	1,15	1,11		1,06
2002	1,10	1,12	1,21	1,24		1,08
2003	1,13	1,15	1,25	1,36		1,09
2004	1,17	1,20	1,33	1,36		1,10
2005	1,17	1,26	1,40	1,33	1,00	1,10
2006	1,19	1,25	1,48	1,39	1,03	1,12
2007	1,27	1,31	1,53	1,39	1,08	1,14
2008	1,29	1,35	1,60	1,42	1,13	1,18
2009	1,33	1,39	1,61	1,51	1,17	1,18

	Portugal	Italia	Irlanda	Grecia	España	Alemania
2010	1,36	1,42	1,56	1,41	1,17	1,20
2011	1,29	1,44	1,56	1,34	1,20	1,24
2012	1,20	1,47	1,57	1,25	1,16	1,28
2013	1,28	1,49	1,58	1,13	1,20	1,30
2014	1,19	1,49	1,58	1,15	1,20	1,33
2015	1,23	1,48	1,58		1,22	1,35

- Productividad nominal por persona, pág.: 72.

	Portugal	Italia	Irlanda	Grecia	España	Alemania
1999	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
2000	101,0	102,9	105,8	103,4	100,5	102,5
2001	102,1	103,4	109,3	107,7	100,7	105,2
2002	102,9	102,6	114,7	109,7	100,8	106,6
2003	103,2	101,8	117,8	114,5	101,2	107,4
2004	105,5	102,8	122,3	118,0	101,4	108,6
2005	106,7	103,4	122,9	114,6	101,7	110,1
2006	108,6	103,4	124,7	119,6	102,4	112,3
2007	110,3	103,3	124,8	122,6	103,6	114,0
2008	110,8	102,7	121,5	121,0	104,0	114,3
2009	110,6	100,4	128,1	117,8	106,5	111,3
2010	114,2	102,7	137,0	117,8	109,1	114,0
2011	115,8	103,2	145,8	113,9	110,6	116,4
2012	116,9	102,9	144,5	111,8	112,9	117,1
2013	118,3	103,8	141,5	110,8	114,4	118,0
2014	117,2	104,0	149,9	113,2	114,7	118,5
2015	117,4	103,8		111,8	115,2	119,4

- Desempleo, pág.: 73.

	Portugal	Italia	Irlanda	Grecia	España
1996	7,3%	11,9%	11,7%	9,7%	22,1%
1997	6,6%	12,0%	10,2%	9,6%	20,7%
1998	4,7%	12,1%	7,7%	11,0%	18,7%
1999	4,6%	11,7%	5,8%	11,7%	15,5%
2000	3,8%	10,8%	4,3%	11,7%	13,8%
2001	3,8%	9,6%	3,7%	11,3%	10,3%
2002	4,5%	9,2%	4,2%	10,2%	11,1%
2003	6,1%	8,9%	4,5%	9,6%	11,3%
2004	6,3%	7,9%	4,5%	10,5%	11,1%
2005	7,6%	7,7%	4,3%	10,2%	9,1%
2006	7,6%	6,8%	4,4%	9,2%	8,5%

	Portugal	Italia	Irlanda	Grecia	España
2007	8,0%	6,1%	4,7%	8,5%	8,2%
2008	7,6%	6,7%	6,4%	7,9%	11,3%
2009	9,4%	7,7%	12,0%	9,7%	17,9%
2010	10,8%	8,4%	13,9%	12,5%	19,9%
2011	12,7%	8,4%	14,6%	17,8%	21,4%
2012	15,5%	10,7%	14,7%	24,1%	24,8%
2013	16,2%	12,1%	13,0%	27,3%	26,1%
2014	13,9%	12,7%	11,3%	26,5%	24,4%

- PBI a precios constantes (1999 = 100), pág.: 74.

	Portugal	Italia	Irlanda	Grecia	España	Alemania
1999	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
2000	103,8	103,7	110,2	103,9	105,3	103,0
2001	105,8	105,6	116,6	108,2	109,5	104,8
2002	106,6	105,8	123,5	112,4	112,7	104,8
2003	105,7	106,0	128,2	118,9	116,3	104,0
2004	107,6	107,7	133,8	125,0	120,0	105,3
2005	108,4	108,7	142,2	125,7	124,5	106,0
2006	110,2	110,8	151,2	132,9	129,7	109,9
2007	112,9	112,5	159,5	137,3	134,6	113,6
2008	113,1	111,3	156,0	136,8	136,1	114,8
2009	109,7	105,1	147,3	131,0	131,2	108,4
2010	111,8	106,9	147,9	123,8	131,2	112,8
2011	109,8	107,6	151,7	112,5	129,9	117,0
2012	105,4	104,6	152,0	104,3	126,5	117,5
2013	104,3	102,8	154,1	100,9	124,4	117,8
2014	105,2	102,5	162,1	101,7	126,1	119,7
2015	106,8	103,3	174,8	101,5	130,1	121,7

- Resultado fiscal primario, pág.: 75.

	Portugal	Italia	Irlanda	Grecia	España
1996	-0,6%	3,7%	4,1%	2,3%	-1,0%
1997	-0,4%	5,7%	5,3%	2,5%	0,1%
1998	-1,7%	4,8%	5,4%	1,5%	0,7%
1999	-0,5%	4,4%	4,8%	1,9%	1,8%
2000	-0,7%	4,6%	6,4%	2,8%	1,8%
2001	-2,3%	2,5%	2,0%	0,8%	2,0%
2002	-0,8%	2,2%	0,8%	-0,5%	1,9%
2003	-2,1%	1,4%	1,4%	-2,9%	1,7%
2004	-3,9%	0,9%	2,3%	-4,0%	1,7%

	Portugal	Italia	Irlanda	Grecia	España
2005	-3,9%	0,2%	2,4%	-1,5%	2,7%
2006	-1,8%	0,6%	3,5%	-1,5%	3,5%
2007	-0,4%	3,0%	0,8%	-2,2%	3,1%
2008	-1,1%	2,0%	-6,3%	-5,4%	-3,4%
2009	-7,1%	-1,1%	-12,4%	-10,1%	-9,6%
2010	-8,5%	-0,2%	-29,7%	-5,4%	-7,8%
2011	-3,6%	0,9%	-9,6%	-3,0%	-7,5%
2012	-1,4%	1,9%	-4,3%	-1,4%	-7,9%
2013	-0,6%	1,5%	-1,8%	1,1%	-4,0%
2014	-2,8%	1,4%	-0,4%	0,0%	-2,9%
2015	-0,3%	1,4%	1,1%	-0,6%	-1,8%

- Resultado fiscal total, pág.: 75.

	Portugal	Italia	Irlanda	Grecia	España
1996	-4,7%	-6,7%	-0,3%	-8,2%	-5,4%
1997	-3,7%	-3,0%	1,3%	-6,1%	-3,9%
1998	-4,4%	-3,0%	2,0%	-6,3%	-2,9%
1999	-3,0%	-1,8%	2,4%	-5,8%	-1,3%
2000	-3,2%	-1,3%	4,9%	-4,1%	-1,0%
2001	-4,8%	-3,4%	1,0%	-5,5%	-0,5%
2002	-3,3%	-3,1%	-0,3%	-6,0%	-0,4%
2003	-4,4%	-3,4%	0,4%	-7,8%	-0,4%
2004	-6,2%	-3,6%	1,3%	-8,8%	0,0%
2005	-6,2%	-4,2%	1,6%	-6,2%	1,2%
2006	-4,3%	-3,6%	2,8%	-5,9%	2,2%
2007	-3,0%	-1,5%	0,3%	-6,7%	2,0%
2008	-3,8%	-2,7%	-7,0%	-10,2%	-4,4%
2009	-9,8%	-5,3%	-13,8%	-15,1%	-11,0%
2010	-11,2%	-4,2%	-32,1%	-11,2%	-9,4%
2011	-7,4%	-3,7%	-12,6%	-10,3%	-9,6%
2012	-5,7%	-2,9%	-8,0%	-8,8%	-10,5%
2013	-4,8%	-2,7%	-5,7%	-13,2%	-7,0%
2014	-7,2%	-3,0%	-3,7%	-3,6%	-6,0%
2015	-4,4%	-2,6%	-1,9%	-7,5%	-5,1%

- Deuda externa / PBI, pág.: 76.

	Portugal	Italia	Irlanda	Grecia	España
1996	57,5%	117,7%	69,9%	94,9%	67,5%
1997	53,7%	113,4%	61,6%	91,7%	66,2%
1998	49,8%	110,8%	53,0%	89,4%	64,2%
1999	49,0%	109,7%	46,7%	88,6%	62,5%
2000	47,9%	105,1%	36,1%	99,8%	58,0%
2001	50,6%	104,7%	33,2%	99,8%	54,2%
2002	52,9%	101,9%	30,6%	97,4%	51,3%
2003	54,7%	100,5%	29,9%	93,9%	47,6%
2004	56,3%	100,1%	28,2%	94,5%	45,3%
2005	60,8%	101,9%	26,1%	98,1%	42,3%
2006	61,6%	102,6%	23,6%	102,9%	38,9%
2007	68,4%	99,8%	23,9%	102,8%	35,5%
2008	71,7%	102,4%	42,4%	108,8%	39,4%
2009	83,6%	112,5%	61,8%	126,2%	52,7%
2010	96,2%	115,4%	86,8%	145,8%	60,1%
2011	111,4%	116,5%	109,3%	171,6%	69,5%
2012	126,2%	123,3%	120,2%	159,0%	85,4%
2013	129,0%	128,9%	120,0%	176,9%	93,7%
2014	130,2%	132,5%	107,5%	178,4%	99,3%
2015	128,8%	132,6%	95,2%	178,4%	99,0%

- Déficit de cuenta corriente / exportaciones, pág.: 77.

	Portugal	Italia	Irlanda	Grecia	España
1999	-45,8%	2,8%		-26,5%	-12,5%
2000	-45,8%	-2,0%		-31,8%	-15,5%
2001	-38,1%	-0,2%		-30,3%	-15,8%
2002	-31,4%	-3,0%		-31,0%	-14,1%
2003	-26,9%	-5,3%		-34,3%	-15,2%
2004	-30,6%	-3,8%		-27,1%	-22,2%
2005	-37,1%	-6,5%	-4,2%	-34,5%	-30,4%
2006	-35,6%	-9,4%	-4,3%	-51,0%	-36,1%
2007	-31,6%	-8,5%	-6,4%	-62,2%	-37,6%
2008	-39,2%	-10,5%	-6,6%	-61,9%	-36,9%
2009	-38,5%	-8,4%	-2,3%	-57,3%	-18,7%
2010	-34,0%	-13,9%	1,0%	-45,8%	-15,4%
2011	-17,6%	-11,4%	1,2%	-38,9%	-10,9%
2012	-5,1%	-1,6%	3,8%	-8,8%	-0,8%
2013	3,7%	3,1%	5,7%	-6,7%	4,7%
2014	0,2%	6,1%	3,1%	-6,3%	2,9%

- Deuda externa / exportaciones, pág.: 78.

	Portugal	Italia	Irlanda	Grecia	España
1996	402%	495%	93%	664%	292%
1997	331%	469%	80%	566%	257%
1998	306%	460%	63%	548%	245%
1999	254%	473%	54%	459%	237%
2000	202%	411%	38%	421%	203%
2001	185%	408%	35%	438%	194%
2002	197%	416%	34%	485%	193%
2003	204%	429%	37%	508%	188%
2004	206%	415%	35%	457%	180%
2005	228%	414%	33%	460%	171%
2006	206%	391%	30%	485%	156%
2007	221%	364%	30%	457%	138%
2008	230%	379%	50%	465%	156%
2009	309%	500%	66%	664%	232%
2010	322%	458%	84%	660%	236%
2011	325%	431%	108%	673%	240%
2012	335%	431%	112%	554%	279%
2013	327%	446%	112%	578%	293%
2014	325%	448%	95%	546%	305%

- Desempleo 2015, pág.: 83.

Alemania	Austria	Bélgica	España	Finlandia	Francia	Irlanda
5%	6%	9%	22%	9%	10%	9%

Italia	Luxemburgo	Países Bajos	Portugal	Grecia	Eslovenia	Chipre
12%	6%	7%	13%	25%	9%	15%

Malta	Estonia	Eslovaquia	Lituania	Letonia
5%	6%	12%	9%	10%

- Hoja de balance del ECB, pág.: 86.

	A1	A2	A3	A4	A5
1999	116.610	254.882	14.385	6.050	248.815
2000	117.073	258.825	15.786	3.750	268.648
2001	126.801	264.986	24.804	5.707	203.597
2002	130.739	234.486	19.823	4.190	227.654
2003	130.344	175.579	17.415	6.049	298.163
2004	125.730	153.856	16.974	6.849	345.112
2005	163.881	154.140	23.693	9.185	405.966
2006	176.768	142.288	23.404	12.292	450.541
2007	201.584	139.030	41.975	18.822	637.178
2008	217.722	160.372	234.293	18.651	860.312
2009	266.919	195.479	32.151	15.193	749.890
2010	367.402	224.001	26.940	22.603	546.747
2011	423.458	244.623	98.226	25.355	863.568
2012	438.686	250.771	32.727	19.069	1.126.019
2013	302.940	239.288	22.464	20.101	752.288
2014	343.630	270.250	27.940	18.905	630.341
2015	338.713	307.243	31.110	20.242	558.989

	A6	A7	A8	A9
1999	1.842	23.521	59.180	81.567
2000	578	26.071	57.671	87.676
2001	488	24.417	67.722	95.567
2002	147	27.828	44.486	105.808
2003	729	54.466	42.686	109.365
2004	3.763	70.244	41.317	120.479
2005	3.636	92.367	40.113	145.635
2006	11.036	77.614	39.359	216.728
2007	23.798	143.983	37.062	264.454
2008	56.988	271.196	37.438	218.135
2009	26.282	328.652	36.171	252.288
2010	45.655	457.415	34.954	276.493
2011	176.490	618.764	33.926	248.860
2012	202.764	586.133	29.961	276.482
2013	74.849	590.008	28.287	243.063
2014	59.942	590.265	26.715	240.254
2015	107.864	1.161.004	25.145	230.236

- Compra de deuda soberana, pág.: 86.

	Public sector purchase programme (MMEUR)
oct-14	0
nov-14	0
dic-14	0
ene-15	0
feb-15	0
mar-15	47.356
abr-15	95.057
may-15	146.679
jun-15	197.530
jul-15	248.889
ago-15	291.715
sep-15	341.462
oct-15	393.637
nov-15	448.742
dic-15	491.215
ene-16	544.171
feb-16	597.529
mar-16	648.022
abr-16	726.521
may-16	806.194
jun-16	875.201
jul-16	944.852
ago-16	995.364
sep-16	1.061.244
oct-16	1.134.218
nov-16	1.204.362
dic-16	1.254.635

- Tasa de interés vs performance de bancos, pág.: 87.

	ECB	DB	CS	BBVA
ene-08	4,00%	0,0%	0,0%	0,0%
feb-08	4,00%	-1,7%	-13,8%	-2,6%
mar-08	4,00%	0,2%	-10,4%	4,4%
abr-08	4,00%	5,9%	-6,0%	8,9%
may-08	4,00%	-0,1%	-10,4%	6,0%
jun-08	4,00%	-19,9%	-20,2%	-9,9%
jul-08	4,25%	-13,5%	-12,1%	-12,5%
ago-08	4,25%	-20,4%	-18,3%	-20,1%
sep-08	4,25%	-31,7%	-15,0%	-23,2%

	ECB	DB	CS	BBVA
oct-08	3,75%	-64,4%	-34,1%	-44,9%
nov-08	3,25%	-66,6%	-47,9%	-50,7%
dic-08	2,50%	-61,8%	-50,2%	-40,7%
ene-09	2,00%	-75,9%	-55,1%	-55,9%
feb-09	2,00%	-76,0%	-57,5%	-65,9%
mar-09	1,50%	-61,9%	-46,3%	-61,4%
abr-09	1,25%	-50,8%	-32,6%	-47,8%
may-09	1,00%	-36,6%	-21,0%	-40,8%
jun-09	1,00%	-42,8%	-19,5%	-39,4%
jul-09	1,00%	-39,1%	-16,6%	-20,7%
ago-09	1,00%	-36,6%	-10,4%	-14,1%
sep-09	1,00%	-28,0%	-2,0%	-13,9%
oct-09	1,00%	-32,8%	-6,1%	-14,1%
nov-09	1,00%	-31,4%	-7,7%	-8,3%
dic-09	1,00%	-33,5%	-13,4%	-12,9%
ene-10	1,00%	-42,8%	-23,9%	-26,7%
feb-10	1,00%	-40,4%	-21,4%	-37,5%
mar-10	1,00%	-27,9%	-9,5%	-33,9%
abr-10	1,00%	-35,6%	-19,5%	-36,6%
may-10	1,00%	-44,1%	-31,8%	-49,8%
jun-10	1,00%	-47,3%	-34,1%	-50,3%
jul-10	1,00%	-34,1%	-20,1%	-35,1%
ago-10	1,00%	-41,2%	-22,7%	-41,7%
sep-10	1,00%	-44,5%	-25,0%	-34,9%
oct-10	1,00%	-41,5%	-26,9%	-36,5%
nov-10	1,00%	-51,5%	-34,8%	-55,6%
dic-10	1,00%	-47,4%	-28,8%	-50,9%
ene-11	1,00%	-40,8%	-21,2%	-40,8%
feb-11	1,00%	-35,1%	-18,6%	-40,6%
mar-11	1,00%	-40,3%	-25,0%	-42,1%
abr-11	1,25%	-34,0%	-19,9%	-38,2%
may-11	1,25%	-39,6%	-24,1%	-43,4%
jun-11	1,25%	-40,1%	-31,3%	-43,3%
jul-11	1,50%	-44,4%	-36,7%	-49,7%
ago-11	1,50%	-59,1%	-49,4%	-56,1%
sep-11	1,50%	-65,0%	-53,8%	-60,8%
oct-11	1,50%	-58,1%	-49,0%	-56,4%
nov-11	1,25%	-60,3%	-57,4%	-59,3%
dic-11	1,00%	-61,7%	-58,6%	-58,6%
ene-12	1,00%	-56,8%	-54,1%	-57,7%
feb-12	1,00%	-52,7%	-52,8%	-56,6%
mar-12	1,00%	-49,7%	-49,8%	-61,4%
abr-12	1,00%	-56,1%	-58,9%	-67,4%
may-12	1,00%	-63,6%	-66,3%	-72,4%
jun-12	1,00%	-63,4%	-67,7%	-65,9%

	ECB	DB	CS	BBVA
jul-12	0,75%	-69,3%	-70,0%	-68,9%
ago-12	0,75%	-64,2%	-66,1%	-63,7%
sep-12	0,75%	-59,9%	-62,7%	-62,6%
oct-12	0,75%	-53,8%	-58,9%	-59,9%
nov-12	0,75%	-55,4%	-58,4%	-59,2%
dic-12	0,75%	-55,2%	-56,7%	-54,5%
ene-13	0,75%	-47,8%	-48,0%	-52,3%
feb-13	0,75%	-53,8%	-52,9%	-53,1%
mar-13	0,75%	-60,4%	-53,8%	-57,7%
abr-13	0,75%	-53,4%	-49,3%	-52,7%
may-13	0,50%	-53,2%	-46,9%	-55,0%
jun-13	0,50%	-57,6%	-52,3%	-59,4%
jul-13	0,50%	-54,5%	-47,2%	-54,4%
ago-13	0,50%	-56,1%	-47,9%	-53,8%
sep-13	0,50%	-53,6%	-44,9%	-46,0%
oct-13	0,50%	-51,1%	-43,8%	-43,6%
nov-13	0,25%	-51,5%	-46,0%	-42,6%
dic-13	0,25%	-51,2%	-44,0%	-40,2%
ene-14	0,25%	-51,3%	-45,6%	-42,5%
feb-14	0,25%	-51,1%	-43,4%	-40,6%
mar-14	0,25%	-54,7%	-41,6%	-42,0%
abr-14	0,25%	-55,5%	-42,9%	-40,4%
may-14	0,25%	-59,0%	-46,4%	-37,9%
jun-14	0,15%	-64,4%	-48,8%	-38,4%
jul-14	0,15%	-65,5%	-51,1%	-40,7%
ago-14	0,15%	-65,3%	-49,0%	-41,5%
sep-14	0,05%	-64,8%	-50,1%	-42,1%
oct-14	0,05%	-68,3%	-51,9%	-46,1%
nov-14	0,05%	-67,0%	-51,9%	-48,3%
dic-14	0,05%	-69,6%	-54,7%	-54,7%
ene-15	0,05%	-70,7%	-62,0%	-58,9%
feb-15	0,05%	-66,9%	-56,1%	-51,8%
mar-15	0,05%	-64,9%	-51,4%	-51,6%
abr-15	0,05%	-67,5%	-53,5%	-51,6%
may-15	0,05%	-69,5%	-52,2%	-52,3%
jun-15	0,05%	-69,5%	-50,2%	-52,4%
jul-15	0,05%	-64,6%	-46,9%	-51,2%
ago-15	0,05%	-70,2%	-51,5%	-55,2%
sep-15	0,05%	-72,7%	-56,6%	-59,6%
oct-15	0,05%	-71,7%	-54,9%	-58,4%
nov-15	0,05%	-74,0%	-60,2%	-60,1%
dic-15	0,05%	-75,6%	-60,9%	-64,6%
ene-16	0,05%	-81,9%	-67,9%	-68,8%
feb-16	0,05%	-82,6%	-75,9%	-69,4%
mar-16	0,00%	-82,9%	-74,5%	-68,5%

	ECB	DB	CS	BBVA
abr-16	0,00%	-80,8%	-72,6%	-66,7%
may-16	0,00%	-82,0%	-75,3%	-68,1%
jun-16	0,00%	-86,1%	-80,7%	-72,3%
jul-16	0,00%	-86,4%	-79,1%	-71,8%
ago-16	0,00%	-85,1%	-76,5%	-70,0%
sep-16	0,00%	-86,8%	-76,3%	-71,2%
oct-16	0,00%	-85,4%	-74,9%	-65,2%
nov-16	0,00%	-84,0%	-75,9%	-70,3%
dic-16	0,00%	-81,7%	-74,2%	-67,3%