

Fundación Milenio

LA NUEVA CRISIS DE DEUDA

COLOQUIOS ECONOMICOS



Konrad
Adenauer
Stiftung

N° 17

Julio de 2010

Fundación Milenio

**COLOQUIOS ECONÓMICOS
Nº 17**

LA NUEVA CRISIS DE DEUDA

Julio de 2010

Agradecemos el apoyo de la Fundación Konrad Adenauer de Alemania, para la elaboración y publicación de este documento.

LA NUEVA CRISIS DE DEUDA

Primera edición, julio de 2010

Autor: Fernando Candia
José Luis Evia V.
Mario Napoleón Pacheco Torrico

Asistentes de investigación: Enrique Aranibar B.
Saúl Roberto Quispe

Deposito Legal: 4 - 1 - 1456 - 10
Edición: Fundación Milenio
Tiraje: 500 Ejemplares

Fundación Milenio: Av. 16 de julio N° 1800, Edificio Cosmos, Piso 7
Teléfonos: (591-2) 2312788,
fax: (591-2) 2392341
Casilla Postal: 2498
Página Web: www.fundacion-milenio.org
Correo electrónico: fmilenio@entelnet.bo
milenio.bo@gmail.com

Diseño e impresión: HOLDING servicios especializados
Teléfono: 2 494869
E mail: vladivc@hotmail.com
Impreso en Bolivia

CONTENIDO

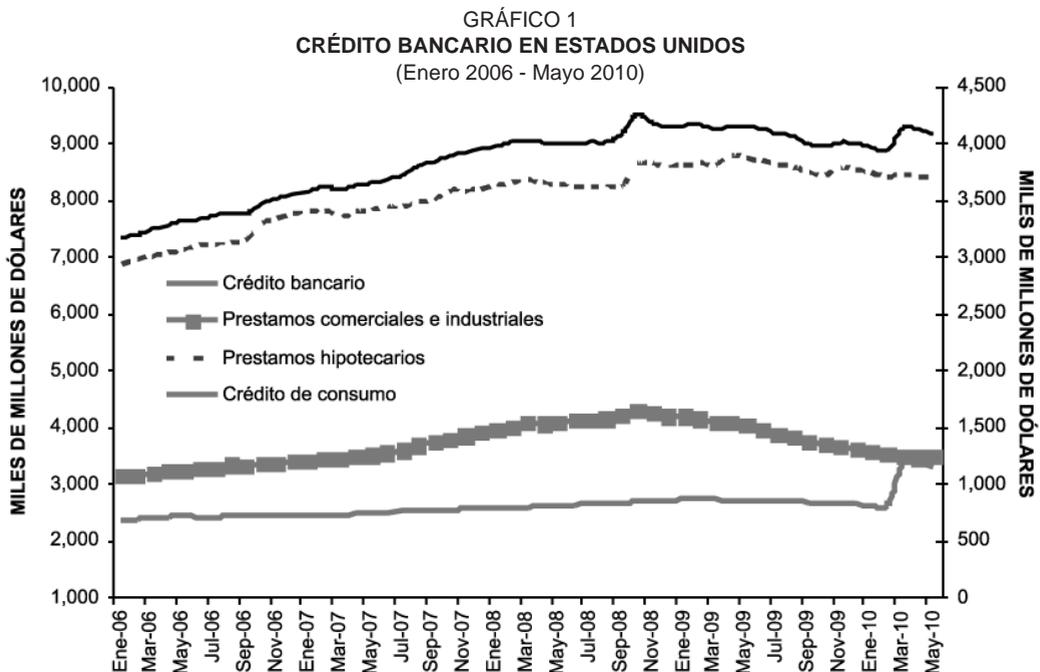
NO TODOS PUEDEN (DARSE EL LUJO DE) SER KEYNESIANOS	1
<i>José Luis Evia V.</i>	
I. La crisis económica global	1
II. Niveles de endeudamiento	6
III. A manera de conclusión	12
FINANZAS PÚBLICAS: EL PROBLEMA DE LA SOLUCIÓN	15
<i>Fernando Candia</i>	
Introducción	15
I. Deudas y más deudas	16
II. Elementos de las soluciones propuestas hasta ahora para resolver el problema del excesivo endeudamiento público	20
III. ¿Qué queda por hacer?	23
Conclusión	24
LA CRISIS DE DEUDA SOBERANA EN EUROPA Y EL PRESTAMISTA DE ÚLTIMA INSTANCIA	27
<i>Mario Napoleón Pacheco Torrico</i>	
Introducción	27
I. La crisis actual en Europa: crisis de deuda soberana	27
II. El Prestamista de Última Instancia (PUI)	28
III. Las reglas fiscales del Área del Euro	29
IV. La política fiscal en la práctica	30
V. El engaño de Grecia y de los otros	32
VI. El suplicio de la constitución del PUI y las contradicciones entre Alemania y Francia	33
VII. "La situación es desesperada, pero no es grave"	36
VIII. Los planes de ajuste fiscal	39
IX. Los costos de las demoras en la conformación del PUI	39
X. ¿Si fracasa el PUI: se desintegrará o reducirá el área del euro?	42
Conclusión	43

NO TODOS PUEDEN (DARSE EL LUJO DE) SER KEYNESIANOS

José Luis Evia V.*

I. La crisis económica global

La crisis internacional por la que atravesamos comenzó en el sector financiero. Los elevados precios especulativos que la propiedad inmobiliaria habían alcanzado y, el posterior desplome de estos, generó una serie de *defaults* en el crédito inmobiliario. Como gran parte del riesgo de este crédito había sido distribuido a través de instrumentos financieros al sistema financiero global, las repercusiones de estos *default* impactaron en el ámbito financiero de todo el mundo desarrollado. Esto se tradujo en una fuerte reducción del crédito disponible. Como se observa, en el siguiente gráfico que muestra el crédito bancario en los Estados Unidos, a fines del 2007 el crecimiento del crédito se estanca, y aún con los impulsos que significan la política monetaria y fiscal expansiva posterior, empieza a disminuir desde finales del 2008. Hay que observar que el crédito ha continuado cayendo hasta principios del 2010, y aún cuando a principios de este año el crédito de consumo ha dado un pequeño salto, la tendencia sigue siendo hacia la contracción (ver gráfico 1). El crédito parece estar lejos de un proceso de recuperación sostenida, y todavía está dominado por una tendencia negativa.

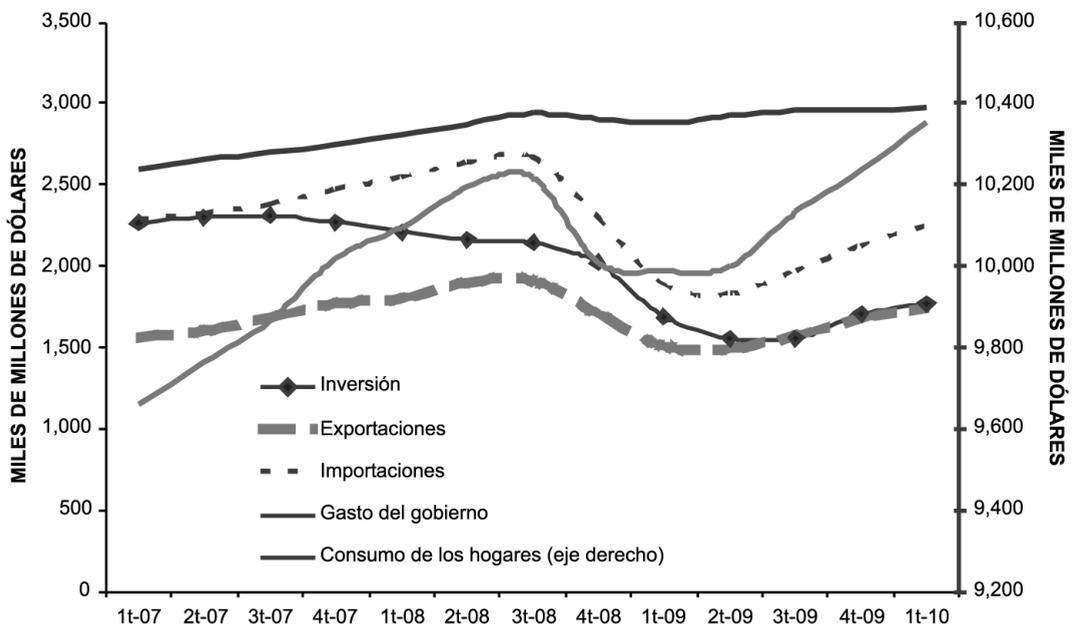


FUENTE: elaboración propia en base a datos de la Reserva Federal de los Estados Unidos.

* Economista, investigador y profesor del Departamento de Economía de la Universidad Católica Boliviana (La Paz). (jlaevia@gmail.com).

La crisis se extendió por el conjunto del sistema financiero, disminuyendo el valor de las acciones. La reducción del precio de los activos (la propiedad inmobiliaria y los activos financieros) bajó fuertemente la riqueza de las familias, que se ajustaron achicando el consumo. A su vez, las empresas contrajeron la inversión, al experimentar una baja de la demanda. El siguiente gráfico muestra la contracción de la inversión y el consumo en los Estados Unidos (ver gráfico 2).

GRÁFICO 2
COMPONENTES DEL PIB DE ESTADOS UNIDOS
 (1T/2007 - 1T/2010)



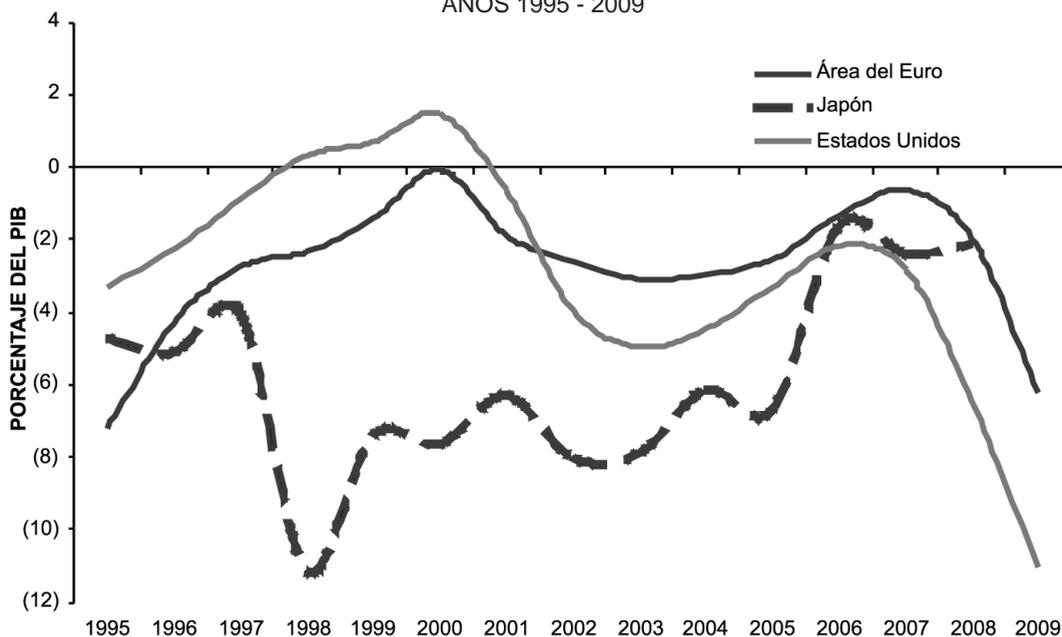
FUENTE: elaboración propia en base a datos del *Bureau of Economic Analysis*.

La inversión empezó a bajar ya el segundo trimestre del 2007, mientras que el consumo de los hogares muestra una declinación muy pronunciada a partir de finales del 2008. El consumo privado ha empezado a reactivarse desde finales del 2009 de manera pronunciada, pero la inversión se ha recuperado de manera mucho más modesta. Un comportamiento similar se observa en los demás componentes del PIB. La importante contracción del consumo y la inversión, y la consiguiente caída del PIB generó la necesidad de políticas expansivas. Los países desarrollados, y en menor medida los países en vías de desarrollo, adoptaron políticas keynesianas expansivas, tanto monetarias como fiscales.

En materia de política monetaria los bancos incrementaron sus hojas de balance concediendo préstamos importantes a las instituciones financieras, y se fijaron metas de tasas de interés bajas. Más adelante los bancos llevaron una política agresiva de compra de activos de los bancos, en un esfuerzo por evitar la quiebra abierta de muchos bancos y regularizar el mercado de crédito.

La política monetaria expansiva fue complementada con una política fiscal agresiva, que incrementó fuertemente los déficits fiscales, principalmente de los países desarrollados y emergentes. Políticas de este tipo fueron promovidas para todos los países, y la frase "ahora todos somos keynesianos" se convirtió en muestra del momento que se vivía. El siguiente gráfico muestra el incremento de los déficits fiscales en los países desarrollados (ver gráfico 3).

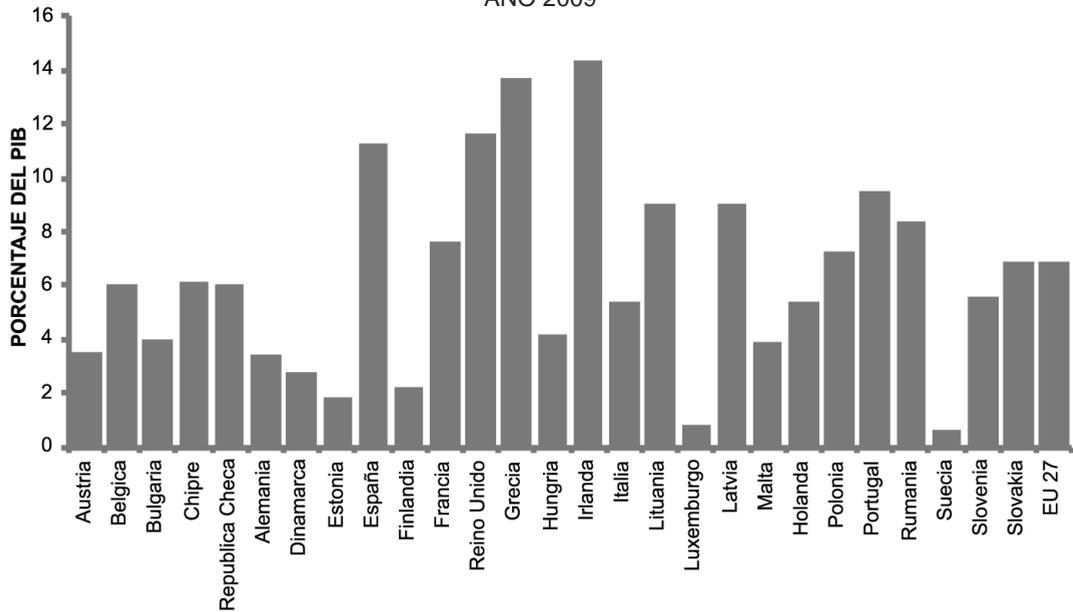
GRÁFICO 3
BALANCE DEL SECTOR PÚBLICO
AÑOS 1995 - 2009



FUENTE: elaboración propia en base a datos del Banco Central Europeo.

Es notable la expansión del déficit de los Estados Unidos, que superó el 11 por ciento del PIB en el 2009. El área del euro también mostró una expansión muy fuerte, aún cuando menor (superior al 6 por ciento del PIB), mientras que Japón mantuvo controlado su nivel de endeudamiento (2.2 por ciento del PIB para el año 2008). Los países de la Unión Europea expandieron en su mayoría el déficit fuertemente. Son notables los casos de Irlanda con un déficit del 14.3 por ciento del PIB, Grecia con 13.6 por ciento, Reino Unido con 11.5 por ciento, España con un déficit del 11.2 por ciento del PIB y Portugal (9.4 por ciento). El siguiente gráfico muestra los déficits de los países de la Unión Europea, como porcentaje del PIB (ver gráfico 4).

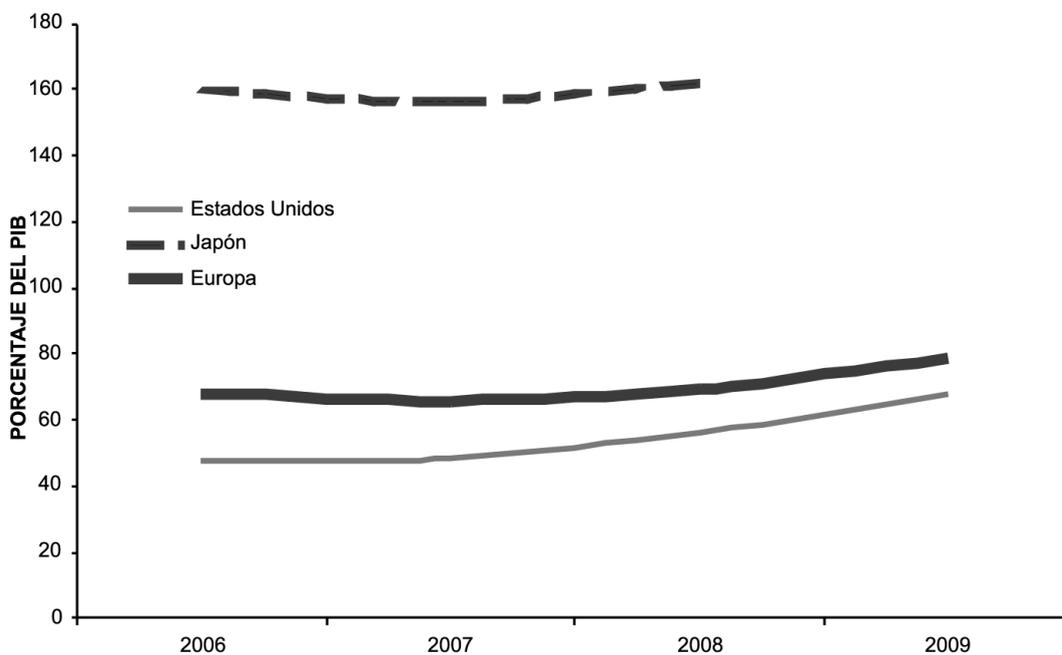
GRÁFICO 4
DÉFICIT FISCAL DE LOS PAÍSES MIEMBROS DE LA UNIÓN EUROPEA
 AÑO 2009



FUENTE: elaboración propia en base a datos del Banco Central Europeo.

Estos fuertes déficits fueron financiados principalmente con la colocación de bonos, incrementando la deuda pública de estas economías. El siguiente gráfico muestra la evolución del endeudamiento para las principales economías desarrolladas. Todas ellas muestran un incremento sustancial de su deuda, como porcentaje del PIB, en los últimos años. Hay que resaltar también que la contracción del PIB de estas economías entre 2008 y 2009, contribuyó a aumentar el peso de la deuda de las mismas. Es interesante notar, también, que Japón ha mantenido elevados niveles de endeudamiento durante un período de tiempo más extendido (ver gráfico 5).

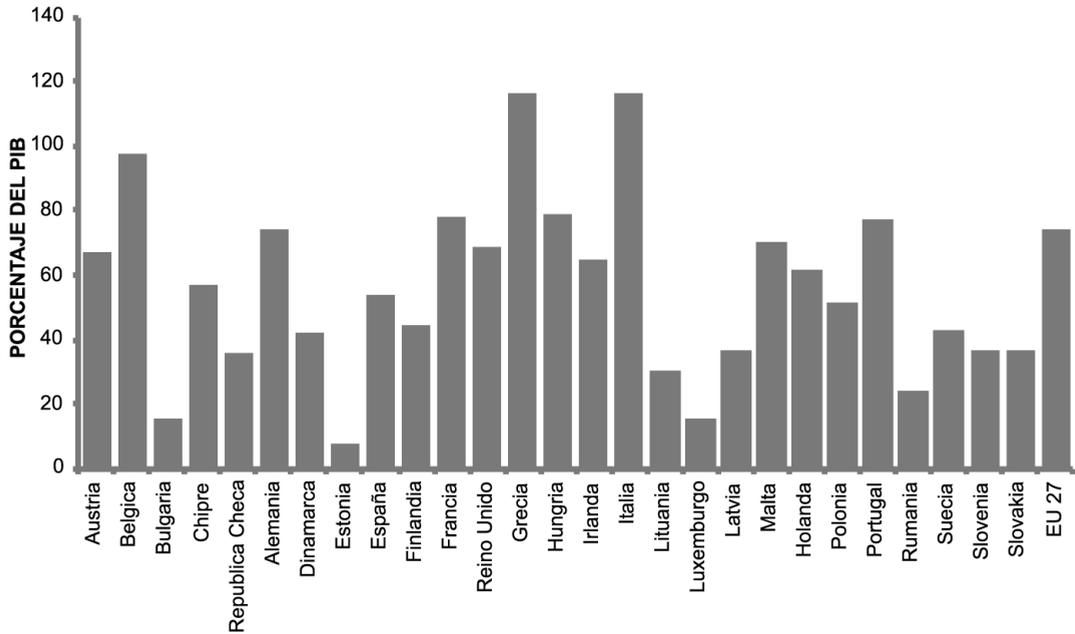
GRÁFICO 5
DEUDA PÚBLICA
AÑOS 2006 - 2009



FUENTE: elaboración propia en base a datos del Banco Central Europeo.

Entre las economías europeas, las economías de Italia, y Grecia alcanzaron niveles de endeudamiento superiores al 100 por ciento del PIB. Bélgica también ha alcanzado un nivel elevado de endeudamiento respecto a su PIB, acercándose a 100. Aún cuando con niveles menores al 100 por ciento de su PIB, los países más desarrollados de Europa han alcanzado niveles de deuda a PIB elevados. Alemania con el 73 por ciento de esta relación, mientras que Francia con el 77 por ciento y el Reino Unido con el 68 por ciento. Con un nivel similar de endeudamiento, pero también con economías menos dinámicas se encuentran Portugal, Hungría Irlanda y Austria (ver gráfico 6).

GRÁFICO 6
DEUDA PÚBLICA DE LOS PAÍS MIEMBROS DE LA UNIÓN EUROPEA
AÑO 2009



FUENTE: elaboración propia en base a datos del Banco Central Europeo.

La deuda de los países desarrollados se expandió fuerte y rápidamente los últimos dos años. Al principio no existieron problemas para financiar la deuda. En un ambiente de bajas tasa de interés, y aversión al riesgo creciente, el público encontró en los bonos soberanos una opción para lograr rentabilidad a bajo riesgo. No obstante, esta política en muchos casos ha empezado a llegar a sus límites. La crisis griega muestra que el endeudamiento puede tener un término, y esto determina la posibilidad de llevar adelante políticas expansivas de demanda. No obstante, estas fronteras son diferentes para todos los países y concluir que se ha llegado al límite para todos los países no es completamente correcto.

II. Niveles de endeudamiento

Si se considera que la crisis económica es una crisis pasajera (no se ha llegado al fin del mundo), entonces, es correcto que la economía se endeude para más adelante, cuando las condiciones de la economía se normalicen, se repague la deuda. En el caso de los gobiernos, estos pretenden incrementar su déficit temporalmente para reducirlo después, cuando las condiciones de la economía vuelvan a sus condiciones normales. Esto es posible si: i) el país puede incrementar su déficit fiscal financiándolo con endeudamiento; y luego ii) puede más adelante controlar su déficit fiscal, de manera de generar un superávit público suficiente como para repagar su deuda.

Que la anterior estrategia sea factible dependerá de: i) el tamaño del déficit que se genere; ii) la tasa de interés a la que se logre colocar la deuda; y iii) el superávit que se logre generar más adelante.

Ciertamente cuanto más grande sean el déficit y la deuda que se genere, mayor será el esfuerzo que las economías deberán realizar más adelante para repagar sus créditos. De ahí que el tamaño de la deuda ha captado tanta atención recientemente. Pero también el nivel de la tasa de interés es importante. Con una tasa de interés baja, el peso del endeudamiento tiende a ser menor, por lo que es posible mantener un mayor nivel de endeudamiento. A una tasa de interés baja, el nivel de deuda que se puede mantener es mayor. De hecho la reducción de las tasas de interés dan un mayor campo al endeudamiento a los países.

Es importante notar que la tasa de interés es el peso de la deuda, y que una senda de endeudamiento sostenible implica el poder generar superávit primarios más adelante suficientes para poder pagar el interés que genera esta deuda. Por ello, a tasas de interés bajas, como las que actualmente dominan el mercado, el esfuerzo que demandará el servicio de la mayor adquisición de deuda actualmente será menor. Los niveles de endeudamiento sostenible son por ello, más altos en una coyuntura en que las tasas de interés han caído fuertemente.

Más importante es, sin embargo, la capacidad de generar superávits más adelante, suficientes como para pagar los intereses que genere la deuda, y eventualmente amortizar la parte que no se puede o desea refinanciar a más largo plazo. El superávit que se logre generar en el futuro dependerá a su vez de: i) de la reversibilidad de los gastos que se empujan en el período de expansión del gasto y; ii) de la posibilidad de generar más ingresos fiscales una vez que se necesita repagar los créditos. La posibilidad de generar mayores ingresos fiscales y recortar los gastos, dependerá, a su vez, de que la economía retome un sendero de crecimiento vigoroso. Por ello la capacidad de generar deuda está sujeta, en última instancia, a las posibilidades de crecimiento de la economía en el largo plazo.

Las posibilidades de las economías en el mediano plazo serán diferentes dependiendo de sus fundamentales. Las economías con una base más sólida, que han acumulado capital físico, humano e institucional, tendrán mayores probabilidades de recuperarse de una crisis y más adelante repagar sus créditos. Adicionalmente si estas economías tienen una tradición de cumplimiento de sus obligaciones, y aceptan incremento en los impuestos o reducción en los gastos públicos, el repago de la deuda tienen mayor probabilidad. En cambio, economías que no han construido esta base productiva e institucional, y no cuentan con una tradición de pago de su endeudamiento y cuyas poblaciones no están dispuestas a aceptar incrementos en los impuestos, o recortes en el gasto público, tendrán una menor probabilidad de recuperarse más adelante de una crisis, y por ello de pagar sus deudas.

Hay que resaltar el hecho de que estas condiciones varían de país a país, aún cuando todos compartan el hecho de pertenecer a un mismo club (Unión Europea, Grupo de los 20, etc.). De ahí que las políticas de endeudamiento deben ser también diferentes. Los estados que tienen mayor capacidad de recuperarse más adelante pueden endeudarse

más, e implementar políticas keynesianas expansivas, que ayudarán a retomar el crecimiento más rápidamente. En cambio los países con menores perspectivas deberán de abstenerse de implementar políticas expansivas. En este caso la paradoja se encuentra en que los estados más débiles y con menores perspectivas no podrán emplear políticas expansivas, y el crecimiento de éstos se verá efectivamente retrasado. Los estados con menores perspectivas son precisamente los que tardarán más en salir de la crisis, y están impedidos de aplicar políticas expansivas. En cambio los países con mayores posibilidades y perspectivas pueden utilizar las políticas keynesianas y, de este modo, incentivar efectivamente el crecimiento de las economías.

Las posibilidades de recuperación de una economía y de repago de la deuda, en última instancia, se juzgan en los mercados. Son los mercados los que, al expandir o restringir el crédito, al cobrar una tasa de riesgo mayor para los créditos, califican las posibilidades de recuperación de las economías y de repago de los créditos (ver cuadro 1).

CUADRO 1
RENDIMIENTO DE BONOS SOBERANOS A 10 AÑOS
 (29 de junio de 2010)

PAÍS	Rendimiento
Estado Unidos	2.95
Japón	1.10
Reino Unido	3.39
Francia	3.07
Alemania	2.56
Irlanda	5.51
España	4.61
Grecia	10.45
Hungría	7.73
Italia	4.13
Portugal	5.72

FUENTE: Bloomberg.

Países pequeños, sin tradición de buenos pagadores, como Grecia, Hungría, Irlanda, Portugal y España están siendo catalogados como países riesgosos, y cuya recuperación y compromiso de pago más adelante está en duda. Sin embargo para países que están igualmente endeudados, como el Reino Unido, Estados Unidos, o Japón, los mercados financieros están dispuestos a brindar financiamiento. Los mercados juzgan que estos países no tendrán mayores problemas más adelante para retornar a un superávit y cumplir con sus obligaciones, en consecuencia no son calificados como riesgosos por los mercados.

Reinhart y Rogoff (2008) realizaron un estudio histórico basado en un registro de *default* de deuda desde 1800. Su estudio encuentra que históricamente existen períodos de *default* en la economía mundial, en los que varios países entran en *default*, seguidos de períodos en los que el nivel de *default* es bajo. Un aspecto relevante de esta observación es que los sucesos de *default* se presentan en grupos o en "clusters", por lo que estos sucesos tienden a extenderse a varios países y no concentrarse en un pequeño grupo de

países. Desde esta visión histórica, es de esperar que el peligro de *default* de la deuda soberana no se concentre sólo en Grecia, sino que esta posibilidad podría extenderse sobre una serie de países que han quedado con un nivel de déficit fiscal muy elevado y difícil de revertir y cuya deuda ha subido sustancialmente.

Una conclusión importante de su este estudio es que los países tienden a entrar en *default* serialmente. Es decir, los países que entran en *default* tienden a entrar en esta situación una y otra vez, cuando el mundo enfrenta estos ciclos. Estos países tienden a ser los que se encuentran en vías de desarrollo. En cambio una vez que el país ha cruzado el umbral del desarrollo, tiende a honrar sus deudas, aún cuando el mundo se encuentra en un período de *default*. De esta manera los países que han pasado cierto nivel de desarrollo, han tendido a evitar los procesos de *default*, y han cumplido con sus obligaciones financieras, aún en períodos de *default* elevados.

Más importante es el hecho de que este estudio encuentra que los países que se han convertido en países que honran sus acreencias, y no entran en *default*, son aquellos que también han crecido sostenidamente, y por ello han logrado un nivel de país desarrollado. El siguiente cuadro, que ha sido extraído del documento de Reinhatr y Rogoff muestra la historia de *default* de deuda de los países desde 1800 (ver cuadro 2).

CUADRO 2
DEFAULT Y REESTRUCTURACIÓN: EUROPA, LATINOAMÉRICA, NORTEAMÉRICA Y OCEANÍA
 PERIODO: 1800 o AÑO DE INDEPENDENCIA A 2006

	Porcentaje de años en default o reestructuración	Número Total de Defaults o Reestructuraciones
Europa		
Austria	17.4	7
Belgica	0.0	0
Dinamarca	0.0	0
Finlandia	0.0	0
Francia	0.0	8
Alemania	13.0	8
Grecia	50.6	5
Hungria	37.1	7
Italia	3.4	1
Holanda	6.3	1
Noruega	0.0	0
Polonia	32.6	3
Portugal	10.6	6
Rumania	23.3	3
Rusia	39.1	5
España	23.7	13
Suecia	0.0	0
Turquia	15.5	6
Reino Unido	0.0	0
América Latina		
Argentina	32.5	7.0
Bolivia	22.0	5.0
Brazil	25.4	9.0
Chile	27.5	9.0
Colombia	36.2	7.0
Costa Rica	38.2	9.0
República Dominicana	29.0	7.0
Ecuador	58.2	9.0
El Salvador	26.3	5.0
Guatemala	34.4	7.0
Honduras	64.0	3.0
México	44.6	8.0
Nicaragua	45.2	6.0
Panama	27.9	3.0
Paraguay	23.0	6.0
Perú	40.3	8.0
Uruguay	12.8	8.0
Venezuela	38.4	10.0
Norte América		
Canadá	0.0	0.0
Estados Unidos	0.0	0.0
Oceanía		
Australia	0.0	0.0
Nueva Zelanda	0.0	0.0

FUENTE: elaboración propia a partir de Reinhart y Rogoff (2008).

Es interesante notar, como lo hacen Reinhart y Rogoff, que países desarrollados como Estados Unidos y Reino Unido, Canadá, Australia, Nueva Zelanda, Bélgica, Dinamarca, Noruega, Suecia y Finlandia no han entrado en *default* desde 1800, lo que les da una reputación importante, que es evaluada por los mercados. En el otro extremo de los países europeos, Grecia ha permanecido el 50 por ciento del período entre el 1800 y el 2006 en procesos de *default* o reestructuración de deuda, seguida de Rusia con 39.1 por ciento, Hungría (37.1 por ciento), Polonia (32.6 por ciento), España (23.7 por ciento), Rumania 23.3 por ciento.

En cambio, la mayoría de los países latinoamericanos han experimentado una parte sustancial de su vida independiente en procesos de *default* o reestructuración de deuda. Casos notables son los de Ecuador, con el 58.2 por ciento de su vida independiente en procesos de *default*, Nicaragua, México y Perú, con más del 40 por ciento. Venezuela, Costa Rica y Colombia con más del 35 por ciento. Sorprendentemente los países que menos tiempo han pasado agobiados por problemas de endeudamiento son Bolivia con el 22 por ciento y Paraguay con el 23 por ciento. No obstante esto se debe a que estos países no han logrado captar endeudamiento comercial la mayor parte de su vida independiente y no han participado activamente del mercado global de capitales.

Aún cuando el estudio de Reinhart y Rogoff no analiza las causas, es posible hacer algunas conjeturas sobre las razones por las que los países que han pasado cierto umbral de desarrollo, tienden persistentemente a honrar sus deudas. El hecho de que los países hayan demostrado capacidad de crecimiento y desarrollo puede tomarse como evidencia de que el país logrará más adelante balancear sus finanzas sin mayores problemas, primero porque logrará retomar el crecimiento económico, pero, además, porque dado el nivel de desarrollo que ha logrado, tendrá menos problemas en balancear sus finanzas .

Adicionalmente, los países cuyas perspectivas económicas son prometedoras en el futuro, y que gozan además de reputación de buenos pagadores, obtendrán dos ventajas sobre los demás países: podrán acceder a créditos en mejores condiciones, a una menor tasa de interés, lo que hará que puedan soportar un mayor nivel de deuda y, adicionalmente, podrán refinanciar su deuda sin problemas, por lo que no experimentarán períodos de restricciones de liquidez que les obliguen a entrar en *default*.

En cambio los países que no ha logrado desarrollarse son juzgados por el mercado como países cuyas probabilidades de generar un proceso de crecimiento suficiente como para repagar sus obligaciones más adelante son escasas. Por lo que los créditos a los que podrán acceder serán más caros, lo que reduce el nivel de endeudamiento que pueden soportar, y adicionalmente enfrentarán problemas de restricciones de liquidez, pues encontrarán dificultoso refinanciar sus acreencias, especialmente en períodos en los que el mundo experimenta procesos de *default* importante, como en la actualidad.

Existe entonces una diferencia notable entre las posibilidades de endeudamiento de una economía desarrollada y una economía en desarrollo. Por ello la deuda es para los países en desarrollo una herramienta limitada, y que debe ser utilizada con extrema cautela; en cambio, los países desarrollados tienen un campo mayor para la utilización de este instrumento. Por ello países desarrollados como Japón pueden alcanzar niveles de

endeudamiento superiores a su Producto Interno Bruto, y no causar preocupaciones por el posible *default* de esta deuda, mientras que países en proceso de desarrollo encuentran que su frontera de endeudamiento es mucho menor.

Un aspecto adicional que encuentra el estudio de Reinhart y Rogoff es el hecho de que los procesos de *default* están acompañados por procesos inflacionarios. La inflación es el mecanismo por el que se va reduciendo la deuda interna, al reducir el valor de las acreencias en moneda nacional. La inflación, en este caso representa también una forma de reducir el pago de las acreencias y por ello es una forma de *default* de deuda interna. Esto también refleja el hecho de que el endeudamiento que define el *default* es la deuda total y no sólo la deuda externa. En algunos casos la deuda interna ha sido un determinante importante para que los países entre en *default* incluso en su deuda externa.

No obstante, luego de la crisis griega ha surgido el temor frente a los abultados déficits y la opinión mundial se ha volcado contra las políticas keynesianas. Ahora se puede afirmar que el péndulo ha girado al otro extremo, y se podría decir que "ahora todos somos (neo-nuevos) clásicos". Se ha dejado de lado las grandes diferencias en los fundamentales y la capacidad de recuperación y crecimiento más adelante que existe entre los distintos países y se ha juzgado que elevados niveles de endeudamientos son malos ante cualquier situación. Se ha retornado a la ortodoxia.

Países para los cuales el endeudamiento no ha mostrado ser un problema, como el Reino Unido o Alemania, han decidido retornar al equilibrio fiscal, y han anunciado medidas de ajuste fiscal. En esta dirección el G-20 ha recomendado mantener el equilibrio fiscal a sus miembros. Estas posiciones pasan por alto la diversidad de las condiciones al interior del grupo de países que componen el G-20. El perseguir la disciplina fiscal, independientemente de sus condiciones particulares, impide que países que podrían implementar políticas keynesianas, acelerar su recuperación y así ayudar a las economías menos fuertes a recuperarse de la crisis. Esto retrasará la recuperación de la economía mundial, y puede infligir pérdidas innecesarias a la sociedad.

Este tipo de políticas impone a todos los países el drama que sólo deberían sufrir las economías más débiles, y tienden a expandir el ciclo de depresión y ajuste del que economías más grandes podrían evitar. Esto elude también que una recuperación más rápida de las economías desarrolladas contribuya a que las economías más débiles reduzcan el período de crisis y ajuste que inevitablemente deben enfrentar.

III. A manera de conclusión

Las políticas keynesianas de expansión de la demanda agregada, en especial las políticas fiscales expansivas que se utilizaron globalmente los últimos años para combatir la crisis económica, han tropezado con límites impuestos por el nivel de endeudamiento que pueden alcanzar las economías. La crisis de deuda griega, y el asomo de crisis similares en otras economías ha disparado las alarmas de los países industrializados, que han decidido restringir el nivel de endeudamiento (y por ello el nivel de déficit públicos) de estas economías.

No obstante, en este ensayo argüimos que los niveles de endeudamiento sostenible que los países pueden alcanzar dependen de variables propias de estos países. Por ello que extender la conclusión de que los países están alcanzando niveles peligrosos de sobreendeudados porque su deuda ha crecido fuertemente, y pueden el futuro alcanzar niveles similares a los obtenidos por Grecia, es desconocer que el nivel de deuda que cada país puede soportar depende de las condiciones de éstos, y de sus posibilidades de recuperación. Ciertamente los países más débiles y con menores perspectivas de recuperación, no tendrán acceso a crédito internacional, por lo que sus posibilidades de utilizar políticas keynesianas son limitadas.

En cambio para países que tienen una base económica sólida, y cuyas perspectivas futuras son prometedoras, los mercados estarán dispuestos a otorgarles crédito y pueden efectivamente implementar políticas keynesianas que reactiven sus economías. Esto resulta claro de observar la tasa de interés que requieren los mercados para los títulos soberanos. Estos estados sí pueden darse el lujo de implementar políticas keynesianas y el que se abstengan de esto no sólo retrasará su salida de la crisis, sino que además evitará que su mejor desempeño económico favorezca a los países que no pueden implementar políticas keynesianas.

La lección que nos deja este episodio es que las políticas keynesianas de demanda tienen un límite, y que no pueden ser aplicadas por todos los países indistintamente de su condición. Por ello países económicamente débiles, países que no podrán financiar las políticas keynesianas deben evitar el embarcarse en este tipo de políticas. Esta es una lección relevante para países menos desarrollados y, especialmente, para el nuestro.

Bibliografía

Reinhart, Carmen y Rogoff, Kenneth. *This time is different: a panoramic view of eight centuries of financial crisis*. Mimeo, 2008.

FINANZAS PÚBLICAS: EL PROBLEMA DE LA SOLUCIÓN

*Fernando Candia**

Introducción

Desde que la crisis económica mundial estallara en 2008 la atención de analistas y medios de comunicación ha estado centrada en la reforma de los sistemas financieros y en las maneras de regularlos. La razón era evidente por la manera en la que se desató a crisis. El colapso en el mercado norteamericano de crédito inmobiliario y su secuela con los productos derivados que de él se construyeron se irradió a casi todo aquel país cuyo sistema financiero tuviera algún grado de sofisticación e integración con el mercado norteamericano. Sin embargo, hasta ahora no se ha dicho lo suficiente sobre las finanzas públicas y el impacto que en ellas tuvo el masivo rescate estatal a los bancos con problemas, ni sobre la abultada expansión del gasto público para evitar una depresión económica que amenazaba con ser más severa que la de los años treinta en el siglo pasado. Recién al despuntar el año 2010 comenzaron las preocupaciones sobre las finanzas públicas de Grecia, aunque su situación parecía un hecho aislado, más vinculado a condiciones internas que a la crisis internacional. Pero esto era parcialmente cierto ya que más de dos terceras partes de la deuda griega estaba colocado en bancos europeos lo que desató una onda de inestabilidad en los mercados del viejo continente, uno de cuyos componentes fue el temor sobre la salud de las finanzas públicas españolas y portuguesas, y más tarde las húngaras. La intranquilidad global no era tanto por las condiciones domésticas de esas economías sino, más bien, por el endeudamiento que tuvieron que incurrir para hacer frente a la crisis financiera global.

A partir de entonces los problemas fiscales de toda Europa se han convertido en una preocupación global que no solamente ha traído como consecuencia una fuerte depreciación del Euro sino que además ha contagiado a los mercados financieros del mundo desarrollado, y puede convertirse en una recaída de la crisis que se trató de evitar.

Posiblemente la cumbre de ministros de hacienda del G-20 en Corea del Sur el 5 y 6 de julio de 2010, haya sido la última en la que el tema de las finanzas públicas recibió un vago comentario. El comunicado emitido al cabo de esa reunión estuvo plagado de referencias a la regulación de los sistemas financieros y apenas se mencionó que "...dentro de sus posibilidades, los países expandan las fuentes domésticas de crecimiento manteniendo al mismo tiempo la estabilidad macroeconómica..." Al día siguiente de la conclusión de esa reunión Alemania, Francia y el Reino Unido hicieron, por separado, anuncios de severos programas de ajuste fiscal en procura de restablecer la confianza no solamente en sus monedas sino también en todo el proyecto de unión europea, cuya viabilidad comenzó a

* Master en Administración Pública de la Universidad de Harvard; Ingeniero Comercial de la Universidad Adolfo Ibáñez (Chile). Es director Gerente de EFECE & Asociados (www.efece.biz) y miembro del Consejo Académico de la Fundación Milenio. Ha sido Subsecretario de Política Económica (1986-1989), Presidente del Banco Central de Bolivia (1993-1995) y Ministro de Hacienda (1995-1997). (jfcandia@gmail.com).

ser cuestionada. Alemania ha sido el país que con mejor precisión ha delineado las medidas de ajuste fiscal que piensa implementar y los objetivos que con ellas se persiguen. El programa de ajuste alemán ha sido catalogado como el más severo desde el final de la Segunda Guerra.

Así, parece haber llegado el momento en el que la atención a temas fiscales hubiera cobrado la importancia que merece. Los gobiernos, de haber sido parte de la solución para evitar una crisis en 2008, son ahora parte del problema. De haber rescatado a los bancos con masivos apoyos financieros podrían ahora hundirlos si es que no pueden honrar las obligaciones que han contraído para salvarlos.

Lo que parecía un asunto de diseño fino para retirar los estímulos fiscales de manera ordenada y oportuna, evitando caer en un ciclo depresivo nuevamente, se ha convertido en un peligroso repliegue de los mercados de capitales, lejos de las deudas públicas, por temor a la quiebra de los países que las amasaron en cantidades sin precedentes.

Esta nota tiene el propósito de examinar el endeudamiento público de las economías que han se han visto obligadas a encarar fuertes programas de estímulo fiscal, con cierta concentración en el caso europeo, aunque es bueno destacar, desde el inicio, que los riesgos que se ciernen por el elevado endeudamiento público no se circunscribe a Europa y menos a las naciones más desarrolladas del mundo. También en las economías emergentes existen peligros de similar naturaleza.

La orientación de este trabajo es de corto plazo. Es sabido que hay problemas estructurales en la debilidad fiscal de muchas de las economías más endeudadas y que su solución pasa por reformas que tomarán años en producir resultados como puede ser el caso con las reformas a los sistemas previsionales (salud y pensiones) o con los sistemas tributarios. Lo que acá queremos postular es que por la magnitud del sobreendeudamiento público y los plazos relativamente cortos en los que debe atenderse tal vez sean necesarias acciones más inmediatas y coordinadas que las reformas cuya necesidad y conveniencia no debería estar en cuestión.

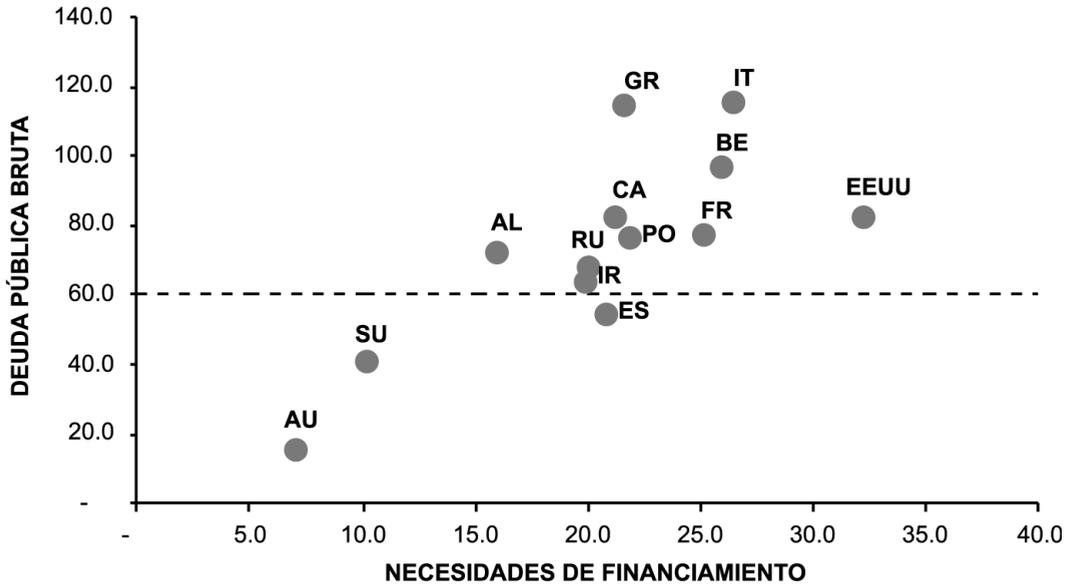
I. Deudas y más deudas

Los niveles de endeudamiento de las naciones más desarrolladas subieron de un 54 por ciento del Producto Interno Bruto (PIB) antes de la crisis a 91 por ciento del PIB a finales de 2009¹. Las estimaciones iniciales de la trayectoria que podía tomar el ritmo del endeudamiento de estas naciones apuntaban a que éste podría estabilizarse alrededor del 110 por ciento del PIB en 2015. Empero esta meta podría resultar difícil de alcanzar a la luz de los requerimientos que estas economías van teniendo en el corto plazo. El gráfico 1 muestra la relación que existe entre los niveles de endeudamiento público en 15 de las naciones más desarrolladas del mundo y sus necesidades de financiamiento en 2010. Para empezar, solo tres de estas quince naciones tienen deudas en una cantidad menor al 60 por ciento del PIB². Pero, además, la mayor parte de ellas tiene necesidades de financiamiento para este año por encima del 15 por ciento del PIB. La nación con mayores necesidades de financiamiento en 2010 es Estados Unidos con 32.2 por ciento del PIB.

1 Todas las cifras actuales y proyectadas sobre el endeudamiento público que se mencionan en esta sección corresponden al Fondo Monetario Internacional (FMI) y son las publicadas hasta el 14 de mayo de 2010.

2 Hay que mencionar que el 60 por ciento del PIB es el límite de endeudamiento que se ha establecido en el acuerdo de constitución de la zona del Euro. A partir de ahí se ha generalizado el uso de este límite como un indicador de solvencia para economías avanzadas. Para el caso de economías emergentes, el límite razonable generalmente aceptado es de 40 por ciento del PIB.

GRÁFICO 1
PAÍSES DESARROLLADOS: ENDEUDAMIENTO TOTAL 2009 Y NECESIDADES DE FINANCIAMIENTO 2010
(PORCENTAJE DEL PIB)



FUENTE: Elaboración propia en base a datos del Fondo Monetario Internacional (FMI).

Hay que mencionar que del gráfico 1 se ha excluido al Japón por presentar cifras que harían perder toda perspectiva a este gráfico. La deuda pública japonesa llega al 217.7 por ciento del PIB y sus necesidades de financiamiento en 2010 son de 64 por ciento del PIB³.

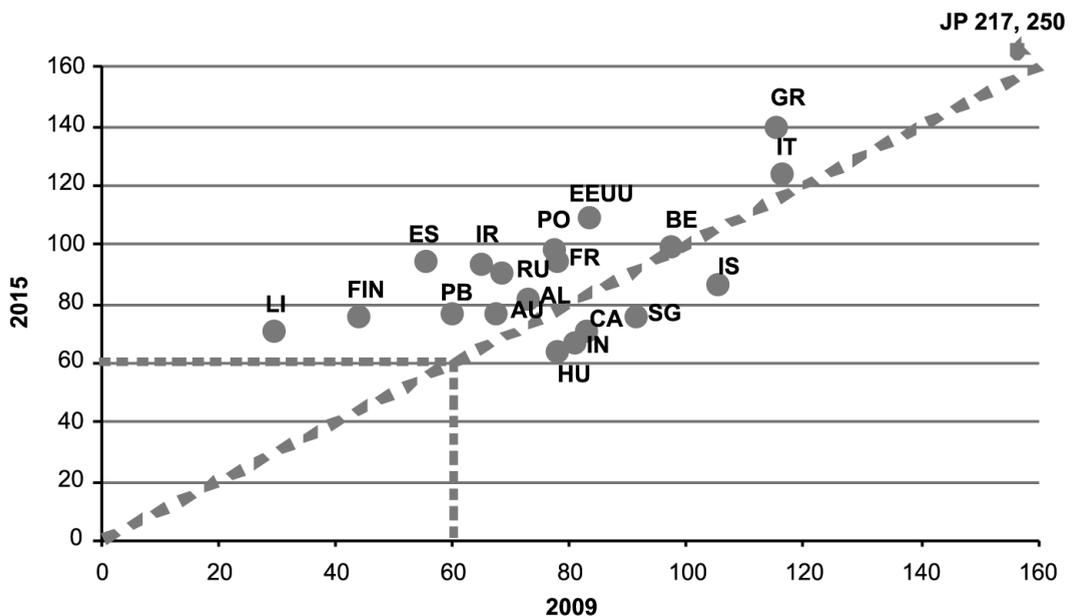
En algunos de estos casos las necesidades inmediatas de financiamiento son para atender vencimientos de sus deudas ya contratadas, algo que nos da ya una primera indicación de que si se quisiera lograr estabilizar los niveles de endeudamiento alrededor del 100 por ciento del PIB se tendrían que hacer esfuerzos muy grandes para hacer espacio a la amortización pronta de esa deuda. Debe tenerse presente, por lo demás, que con ese nivel de endeudamiento. Un alza de la tasa de interés en cien puntos básicos equivale a aumentar el peso de la deuda en un punto porcentual del PIB. Consecuentemente, la reducción del endeudamiento pasa también por mantener bajas las expectativas sobre el riesgo de esta deuda ya que de lo contrario, los mercados pedirían un mayor retorno por mantener activos financieros estatales, como ya lo hemos visto en Europa, haciendo poco efectivo cualquier esfuerzo de ajuste fiscal.

Si completáramos la lista de países endeudados incluyendo algunos otros emergentes también altamente endeudados y comparáramos sus niveles actuales de endeudamiento con los que se proyecta tendrían en 2015, vemos que en 2015 los Erarios de todos estos

3 Japón presenta un caso especial que no ha ocasionado ninguna turbulencia en el mundo financiero global, por el momento, porque su endeudamiento público es mayormente interno. Se trata de una sociedad y una economía que tiene una tasa de ahorro muy elevada, en parte de carácter cuasi compulsivo, cuyo análisis escapa a los alcances de este trabajo. No obstante hay que señalar que aun tratándose de endeudamiento interno, una eventual moratoria de esa deuda tendría de todas maneras consecuencias más allá de sus fronteras.

20 países tendrían deudas que equivaldrían a más del 60 por ciento de su PIB. En otras palabras, que aun en un horizonte de cinco años la solvencia de todas estas naciones estaría en cuestión (ver gráfico 2).

GRÁFICO 2
D-20 SALDO DE LA DEUDA PÚBLICA EN 2009 Y PROYECCIÓN AL 2015
(PORCENTAJES DEL PIB)

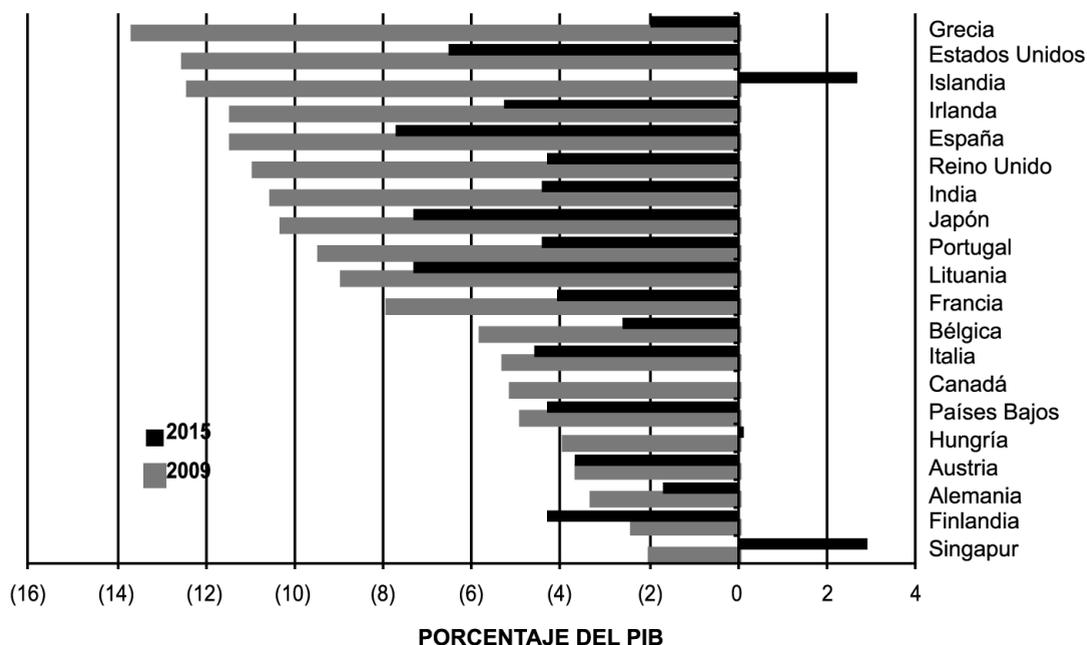


FUENTE: Elaboración propia en base a datos del Fondo Monetario Internacional (FMI).

Nuevamente Japón sale de los márgenes del gráfico con cifras por encima del 200 por ciento del PIB. Este gráfico muestra también casos notables de deterioro como el de Grecia, Italia y Estados Unidos y que solo cinco de los veinte países en la muestra tendría en 2015 deudas menores a las de 2009 (están por debajo de la línea de 45 grados).

La situación del endeudamiento público en la mayoría de estas economías, que dicho sea de paso representan el 52 por ciento del PIB mundial, no es otra cosa que el reflejo del abultado déficit fiscal con el que terminaron en 2009. Las proyecciones que el FMI hace del saldo fiscal para 2015 muestran mejoras sustantivas con pocas excepciones (ver gráfico 3). Pero estas no son suficientes como para liberarlas de la necesidad de endeudarse más. Al hacer estas proyecciones, el FMI ha considerado el impacto que tendrían algunas medidas de ajuste (las más verosímiles a criterio del Fondo) anunciadas antes del mes de mayo de 2010. El caso más conspicuo es el de Grecia que lograría bajar su déficit fiscal del 13.7 por ciento del PIB a tan solo 2 por ciento. Queda por verse si las medidas anunciadas por este país podrán ser sostenidas políticamente. En lo inmediato se han producido protestas crecientes que podrían llevar a que la implementación de estas medidas sufra algunas variaciones y atrasos que causarían cuando menos demoras en el logro de los objetivos que se han trazado. Lo mismo podría decirse de las otras proyecciones y las medidas que se supone permitirían alcanzarlas. Los supuestos sobre los que descansan no consideran la viabilidad política de implementar programas de austeridad y ajuste.

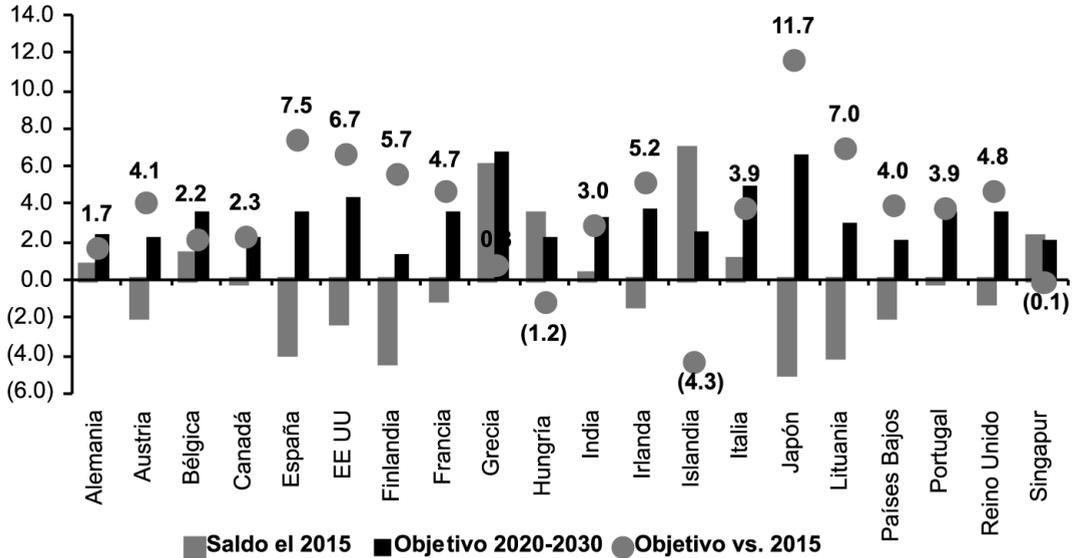
GRÁFICO 3
DÉFICIT FISCAL
AÑOS 2009 Y 2015



FUENTE: Elaboración propia en base a datos del Fondo Monetario Internacional (FMI).

Una manera más precisa de aproximarnos a medir la solvencia de las economías más endeudadas del planeta es examinar el saldo primario de sus cuentas fiscales, es decir, la diferencia entre ingresos y gastos, sin contar entre estos últimos al pago de intereses de la deuda que tienen contratada. El gráfico 4 nos puede ayudar a comprender mejor la dinámica que sería necesaria para que estos países puedan alcanzar un nivel de deuda sostenible a largo plazo, en este caso, en el 2030. De ahora al 2015 sería todavía necesario un ajuste considerable. En el gráfico podemos observar que todavía en 2015 la mitad de todos estos países presentaría un déficit en su balance primario. De ahí en adelante, para que la deuda no sea una rémora en su desarrollo, es preciso que todos ellos logren mantener, a lo menos por diez años, un balance positivo en su saldo primario. Esta meta está bastante lejos para muchas de las veinte economías consideradas acá. El ajuste que deberían hacer está, en varios casos, por encima del 5 por ciento del PIB. Tan solo tres de las naciones consideradas tendrían que hacer ajustes menores a un punto porcentual de su PIB. Esto nos tiene que llevar al convencimiento de que la sostenibilidad de la deuda en esos países es un objetivo muy difícil de alcanzar, al menos con las medidas que se tienen pensadas hasta la fecha. Estos países seguirán vulnerables a ataques especulativos y sobre todo al encarecimiento de su deuda, lo que agravaría aún más su situación. Lo que este gráfico sugiere también es que estas economías tienen un problema de solvencia severo y que el problema de la deuda no se limita a unas cuantas naciones como Grecia o Hungría sino que afecta a las más grandes del planeta a un conjunto que como ya se ha dicho representa al 52 por ciento del PIB mundial (ver gráfico 4).

GRÁFICO 4
D-20 SALDO PRIMARIO 2015 Y OBJETIVO 2020-2030
(PORCENTAJES DEL PIB)



FUENTE: Elaboración propia en base a datos del Fondo Monetario Internacional (FMI).

II. Elementos de las soluciones propuestas hasta ahora para resolver el problema del excesivo endeudamiento público

El tema que nos ocupa ha capturado la atención no solamente de los operadores en los mercados de capitales y de los políticos de las naciones afectadas sino también de académicos y especialistas en diferentes ramas de la economía. Sin el ánimo de restarle profundidad a un debate que hasta ahora se ha mostrado intenso, conviene examinar las diferentes posturas sobre materia en su versión más simplificada para así valorar de mejor manera los aspectos esenciales de cada una de las soluciones que se pretenden dar al problema del excesivo endeudamiento público en una buena parte de la economía mundial.

Comencemos por señalar que para los defensores de un continuado soporte fiscal a la hasta ahora exánime recuperación de la economía mundial, el problema del endeudamiento público no tiene las dimensiones que podrían causar alarma. El tamaño relativo de estas deudas es algo que puede amortiguarse no solamente con ajustes fiscales allá donde sea posible, sin comprometer el impulso fiscal que todavía es necesario, sino también, y preferentemente, con medidas que impulsen el crecimiento de esas economías. Tasas vigorosas y sostenidas de crecimiento harían más fácil disminuir el peso de las deudas no solamente porque el crecimiento trae consigo más recaudaciones tributarias y por lo tanto mejores posibilidades de honrar las deudas, sino además porque reduce las necesidades de gastos como los que se incurren en programas de apoyo a los desempleados y, finalmente, porque una economía más grande puede soportar el peso de una deuda que por ahora parece desproporcionada. El razonamiento de quienes abogan por esta

receta enfrenta un desafío cuantitativo difícil de vencer. Si la tasa de interés de las deudas actuales fuera, por mencionar una cifra, el 3 por ciento anual, estas economías tienen que crecer a tasas mucho más altas para que la carga de la deuda pueda ir bajando. En todo caso, aun creciendo por encima del 3 por ciento tomaría más de 20 años bajar la carga de la deuda al 60 por ciento y en el caso del Japón hasta 100 años no serían suficientes para lograra este propósito.

Desde una perspectiva opuesta a la anterior, están quienes proponen que las deudas deben pagarse haciendo ajustes en las finanzas públicas con reformas estructurales que de todas maneras debieron adoptarse y que en esencia se refieren a corregir la desfinanciación de aquellos Estados que han sido excesivamente generosos con las prestaciones a sus ciudadanos. Toda la sección anterior ha estado dedicada a mostrar las demisiones de este esfuerzo y por lo menos por ahora, éstas políticas no conducirán a la meta que se desea. Pero este enfoque choca además con los límites que puede tener la economía mundial para compensar la pérdida de dinamismo en las economías que adopten severos programas de ajuste fiscal.

Consideremos por un momento la identidad básica de una economía abierta al comercio exterior:

$$Y = G + G + I + (X - M)$$

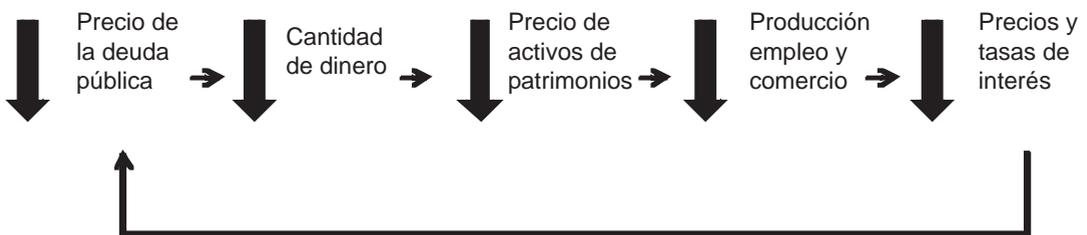
Supongamos que en esta economía se decide subir impuestos y disminuir el gasto total del gobierno con diversas medidas, entre ellas reducir salarios y/o el empleo en el sector público. Partamos también del entendido de que si estas economías están con bajo crecimiento es porque el sector privado no está invirtiendo lo suficiente y además que está despidiendo personal con lo que aumenta el desempleo. Las medidas de ajuste fiscal en esta economía producirían una caída del consumo privado (el término C en la ecuación) no solamente por la elevación de impuestos sino también por el desempleo que se genere. Ciertamente el gasto fiscal habrá disminuido (el término G en la ecuación) e inclusive la inversión (el término I en la ecuación) también podría experimentar una caída pues la elevación de impuestos podría afectarla directa e indirectamente. Entonces para que esta economía crezca será necesario que las exportaciones netas crezcan [el término (X - M) en la ecuación], pero esto es solo posible si el resto del mundo comienza a comprar de ésta economía más de lo que ella le compra al resto del mundo. Si ahora consideramos que el resto del mundo es el 48 por ciento del PIB global y que está compuesto mayormente por naciones en vías de desarrollo, la mayor parte de ellas pobre, y que crecían gracias a que exportaban a las naciones ahora endeudadas más de lo que importaban de ellas, podemos concluir que esta vía de solución será poco efectiva.

Para que el enfoque del drástico ajuste fiscal funcione en un marco de estabilidad, alguien tiene que hacer de "comprador de última instancia" para el resto del mundo, un papel que desempeñaba Estados Unidos y que con la crisis ha tenido que declinar. Las miradas del mundo están puestas ahora en China y en América Latina pues se cree que el dinamismo que vienen mostrando puede compensar la caída en la actividad en las economías con problemas de deuda. Para comenzar, China representa aproximadamente el 11 por ciento del PIB mundial y América Latina el 8 por ciento. Con ese porte es difícil confiar en que ellas serán capaces de ser la locomotora de todo el resto de la economía

mundial. Menos aún si consideramos que en China se han comenzado a presentar signos de recalentamiento y de la formación de una burbuja inmobiliaria. Si se piensa en Asia en su conjunto para que desempeñe el papel de comprador neto del resto del mundo, serán todavía necesarios cambios más profundos porque estas economías, esencialmente ahorradoras, deberán convertirse ahora en netamente gastadoras y probablemente deban hacer ajustes a su estructura de consumo ya que, en su pobreza relativa, la estructura de su demanda no necesariamente coincide con la de la producción de las naciones más desarrolladas.

El otro enfoque, que en lo inmediato está funcionando, es pagar deudas con más deudas. En la zona del Euro se ha montado un mecanismo complejo para crear un vehículo privado que cuente con la garantía de sus Estados para que emita títulos de deuda y capte así los recursos necesarios para apoyar a cualquier país de la zona del Euro que sufra algún ataque especulativo. Los términos de los préstamos a las naciones afectadas por algún ataque especulativo serían casi los que prevalecerían en los mercados de capitales en condiciones parecidas a las normales, más un pequeño margen para evitar incentivos equivocados a los países que recurran a este mecanismo. Como los plazos y tasas de interés no serán los que prevalecían antes de la crisis será muy difícil que la situación de los países que accedan a estos fondos mejore. En otras palabras, este enfoque es una manera de postergar el problema agravando sus consecuencias.

Como los esquemas ensayados hasta ahora no van dando los resultados esperados, el riesgo de que se produzca una solución desordenada es cada vez más grande. Hay que evitar, por ejemplo, que este proceso se convierta en una deflación de deuda tipo Fisher en la que los precios de las deudas caen porque sus tenedores juzgan que no van a poder cobrarla y se vayan deshaciendo de ella rematándola en el mercado. Esto tendría como consecuencia la caída de los precios de los demás activos financieros en el mercado y consecuentemente de los patrimonios de los particulares, lo que a su vez repercutiría sobre otros agregados macroeconómicos, causando caídas en la producción y el empleo que podrían generar una deflación más generalizada y llevar a la economía a una nueva ronda de caídas de precios de las deudas riesgosas, en la manera en la que sugiere el siguiente diagrama:



La esperanza de algunos es que este proceso no se produzca sino más bien ocurra lo contrario, es decir que la cantidad de dinero que se ha inyectado a la economía mundial sea volcada al consumo y eventualmente a la inversión y con ello se produzca una moderada inflación que ayude a licuar el valor real de las deudas. Esto ya ha sucedido antes y es la manera en la que Estados Unidos salió de su excesivo endeudamiento en la segunda

mitad del siglo pasado. Pero por ahora un escenario de inflación en el mundo es poco probable. La economía global parece haber caído en una trampa de liquidez y el dinero está parqueado en los bancos o se está utilizando para especular en los mercados de capitales con varias burbujas en estado de gestación. En cualquier caso, ambas salidas, la de una deflación de deuda o la de la inflación, son los caminos equivocados y son las soluciones más costosas para todo el mundo.

III. ¿Qué queda por hacer?

En el mundo prevalece la idea de que las medidas descritas en la sección anterior o una combinación de todas ellas será suficiente para calmar los mercados y recuperar la solvencia de las naciones más endeudadas. Pero la realidad está mostrando que esto no es así. Los mercados están sobre-reaccionando a cualquier señal que sugiera un mayor debilitamiento en la capacidad de pago de los países deudores, pero también a otras indicaciones de que la recuperación de la economía global no podrá sostenerse si el estímulo fiscal que ha recibido no se mantiene y en algunos casos no aumenta. El segundo semestre de 2010 se perfila con gran volatilidad y poco crecimiento, e inclusive con una segunda zambullida en la recesión para algunas economías europeas.

Este escenario poco alentador puede concretarse a menos que se produzca un giro en el tratamiento de los problemas de solvencia en el mundo. Hasta ahora se ha evitado hablar abiertamente de la necesidad de una reprogramación ordenada del endeudamiento público en aquellas economías que están en una situación evidente de insolvencia. Una parte de las deudas públicas es sencillamente impagable, por lo menos en su valor real. Los únicos beneficiarios de todos los esquemas de solución hasta ahora propuestos son los bancos y los especuladores con títulos de deuda. Además, licuar la deuda con inflación o dejar que una crisis más grande haga que el problema de la deuda sea secundario castigaría innecesariamente a una cantidad inmensa de gente en el mundo entero.

Latinoamérica y Asia-emergente han mostrado hasta la saciedad que los problemas de solvencia no se resuelven con más dinero y tampoco con ajustes fiscales políticamente inviables. Lo vamos a comprobar nuevamente en Europa. Una aproximación seria al problema de la deuda debe incorporar en los esquemas de solución la reprogramación de obligaciones y, eventualmente, la quita del exceso de deuda, si es que se quiere evitar el costo de una moratoria, que sería muy elevado para todos.

Los temores de considerar la reprogramación de obligaciones vienen del lado de los bancos y, eventualmente, de inversionistas particulares e institucionales que probablemente ya han descontado las potenciales pérdidas de una eventual moratoria. Estos últimos son los que sirven de excusa para salvar a un ejército de especuladores que seguramente se han beneficiado de los errores que ya ha cometido el mercado en medio de la volatilidad que ha caracterizado al comportamiento de los precios de la deuda europea.

Los temores de una reprogramación se fundamentan en el hecho de que los tenedores de los bonos emitidos por los gobiernos en problemas se han financiado con el dinero del público y que si existe una reprogramación se perdería la confianza en los bancos, bajaría el ahorro financiero y desaparecería el crédito que alimenta la producción y la circulación de bienes en la economía, provocando la recesión que se quiere evitar. Este argumento tendría mérito si no fuera por el hecho de que quienes están poniendo mayoritariamente el dinero para comprar estas deudas no son el público ahorrista sino los propios gobiernos y sus bancos centrales que, si bien están disponiendo de dineros del público, en el caso de una reestructuración de deudas no estarían afectando la confianza de los ciudadanos en el sistema financiero. El mismo dinero que ahora invierten en los

mercados de crédito, utilizado directamente con las naciones deudoras, no producirá los costos ni las masivas transferencias de riqueza que ahora se producen en el proceso de ayudar a rescatar deudas incobrables emitiendo más deudas, con nuevas garantías, en los mercados de capitales. Si en última instancia son los Estados los que terminarán pagando la factura del desmedido endeudamiento de algunos, a lo menos que se acote el monto, frenando el crecimiento de nuevas deudas para pagar las anteriores en términos más onerosos.

Otro elemento ausente en las soluciones propuestas hasta ahora es la existencia de un mecanismo o sistema que facilite las operaciones de financiamiento entre Estados y sus bancos centrales. Europa es el caso más emblemático. Los acuerdos que dieron lugar a la creación de la Unión Monetaria Europea han mostrado deficiencias y rigideces que lo hacen inadaptable a las condiciones cambiantes de los ciclos económicos y más aún a condiciones de crisis. La zona del Euro ha mostrado que no tiene la posibilidad de recurrir a un financiador de última instancia, como la tiene cualquier Estado que tenga su propia moneda.

A escala más global ha quedado también en evidencia la falta de mecanismos efectivos de coordinación macroeconómica y, además, la falta de voluntad de hacerlo. El haberle encargado al Fondo Monetario Internacional el papel central en la solución de la crisis, dotándole de recursos que son a todas luces insuficientes para la magnitud que ha cobrado el endeudamiento global, es tal vez el acto de negación colectiva más grande de los tiempos modernos. Tampoco los esfuerzos de ir ampliando el G-7 a G-8 y ahora a G-20 van a dar resultados si de esas instancias, que todavía dan la espalda a una buena parte del mundo, no pueden emerger compromisos vinculantes. Éste es un asunto que escapa a los propósitos de este trabajo, pero que no puede dejarse de mencionar porque hace también a los elementos constitutivos de un esquema de solución viable a los problemas que enfrenta la economía mundial.

Conclusión

Existe una suerte de negación de la verdadera naturaleza del problema del sobre endeudamiento de más de la mitad del planeta. Se ha querido ver en él la manifestación de excesos circunscritos a pocos países que han violado códigos y principios de buena administración financiera; se ha pretendido endosar el problema a las falencias en la construcción de la Unión Monetaria Europea; y, se quiere tratar el problema como si fuera falta de liquidez, inyectando aun más recursos a una economía global ya inundada de fondos que sirvieron para salvar, en primera lugar, a los bancos que crearon una compleja maquinaria de especulación y ocultamiento de riesgos y, en segundo lugar, para alentar el consumo privado y evitar que la recesión se apodere de las naciones contaminadas con los excesos de sus banqueros.

Es posible que se quiera argumentar que la situación en la que nos encontramos es la consecuencia directa de haber evitado cometer los mismos errores de política que se cometieron en la Gran Depresión y que por lo tanto se tiene que pagar el precio de evitar una depresión que, por las dimensiones y el grado de integración de la economía mundial, habría sido todavía más grande que la de los años treinta del siglo pasado. Este argumento no es correcto. Una cosa es que se hubiera optado por responder a la crisis financiera brindando un estímulo fiscal rápido y contundente para evitar una caída de la confianza en el sistema económico, con su secuela sobre la producción; y otra, muy diferente, es que una parte de ése estímulo se hubiera estacionado en los bancos y les hubiera servido para recuperar sus pérdidas y crear nuevas burbujas de precios con la especulación en varios frentes, uno de ellos el de las deudas que los ayudaron a salir del pozo. Ciertamente las

lecciones del 30 se aprendieron bien, pero faltó inteligencia para anticipar o comprender lo nuevo que se venía después. Esa parte ya no estuvo escrita en los manuales de economía ni registrada en la historia porque no había sucedido hasta ahora.

Las cifras actuales y proyectadas de las obligaciones de los gobiernos más endeudados dan cuenta de un estado casi generalizado de insolvencia. Pagar esas obligaciones no solamente tomaría un tiempo que podría medirse en décadas sino que además demandaría un esfuerzo fiscal que no parece políticamente viable. No cabe duda que se podría seguir postergando la necesidad de resolver el problema mientras se pueda pagar deudas con nuevas deudas, pero esto tiene un límite al que nos podríamos estar acercando rápidamente. También es posible que el problema se resuelva evaporando las deudas con la inflación o desembocando en el desastre en una depresión que se trató de evitar en 2008 y 2009. Debe quedar claro que la alternativa a no encarar una solución integral al excesivo endeudamiento público y a un cúmulo de distorsiones en la estructura del gasto público y las prestaciones de los Estados a sus ciudadanos, es optar por un camino de alta inflación o la depresión que se ha tratado de evitar.

Lo difícil de la actual coyuntura no son solamente los problemas que se examinan en este trabajo sino su confluencia en un mismo momento del tiempo. Bajar el endeudamiento de unas cuantas naciones o hacerlo en un momento de sólido crecimiento económico y del comercio internacional, es muy diferente a intentar hacerlo cuando el cuerpo de la economía no está convaleciendo de la peor recesión de los últimos tiempos. Pensar justamente ahora en encarar las reformas estructurales que ajusten el Estado del Bienestar a las reales posibilidades de cada sociedad y que se han venido postergado por décadas, en medio de una enorme fragilidad política de los Estados y de un alto desempleo, no es igual que hacerlo en circunstancias de un crecimiento sostenido y en condiciones aceptables de empleo.

Si hay una lección clara de economía política que puede extraerse de las sucesivas crisis de deuda en América Latina es que las recetas que quieren ver las crisis como una oportunidad para acometer la implantación de políticas cuyos méritos técnicos podrían estar fuera de toda discusión en el aislamiento de un análisis puramente académico, solo traen a la larga más crisis y el repudio a medidas que en otras circunstancias habrían podido rendir los frutos que se esperaba de ellas. El resurgimiento del populismo en esta parte del mundo y los cuestionamientos a los principios de una sana administración económica guiada por la disciplina de mercado, es el resultado de la aplicación ciega de recetas que no han considerado toda la constelación de factores que determina el éxito de una determinada política. Eso viene sucediendo ahora en Europa con resultados que, a otra escala, replicarán los retrocesos políticos y sociales que se han visto en muchas partes de Latinoamérica.

El desafío que enfrentan las economías más endeudadas del mundo no solamente consiste en cortar sus necesidades futuras de endeudamiento sino sobre todo en bajar rápidamente la carga de sus actuales obligaciones. Eso no se resuelve endeudándolas más como se viene haciendo, ni pretendiendo imponerles una disciplina de mercado abandonada hace tiempo atrás, o negando la posibilidad de que los Estados asuman un papel activo en gestionar los recursos que ahora se hallan parqueados en los bancos y promover una restructuración de largo plazo a los vencimientos de las deudas actuales, haciendo posible la quita de las deudas excedentes, allá donde sea necesario.

Considerar la reestructuración ordenada del excesivo endeudamiento público pasa por la admisión de que estas deudas seguirán creciendo y serán impagables en los términos en los que están siendo contratadas, asimismo, admitir la necesidad de tener instancias de coordinación macroeconómica vinculantes entre Estados requiere que sus líderes reconozcan que ningún país saldrá de su atolladero con el sacrificio de los demás y que políticamente tienen en juego mucho más la solvencia de su Erario. La alternativa a encarar esta situación con realismo será siempre esperar a que el desenlace venga en la forma de una crisis más grande y más grave frente a la cual el endeudamiento resulte un asunto secundario. Ha sucedido así antes y no hay nada que garantice que no vuelva a suceder ahora.

Bibliografía

- Bank for International Settlements. *Quarterly Review, Statistical Annex*. Marzo, 2010.
- Cecchetti, Stephen G, M S Mohanty y Zampolli Fabrizio. "The future of public debt: prospects and implications". *BIS Working Papers No. 300*. Marzo, 2010.
- EFECE & Asociados. Deudas y más deudas en el mundo desarrollado. <http://efece.biz/sp/noticias/detalle.php?idnovedad=115>. La Paz, 18 de Mayo de 2010.
- Fondo Monetario Internacional. "Navigating the Fiscal Challenges Ahead". *World Economic and Financial Surveys, Fiscal Monitor*. Washington DC. Mayo 2010.
- Fundación Milenio. "Deuda de Troya". Informe Nacional de Coyuntura No.45. La Paz, 16 de abril de 2010.
- _____. "Del Olimpo al Panteón". Informe Nacional de Coyuntura No.47. La Paz, 14 de mayo de 2010.
- G-20. Communiqué Meeting of Finance Ministers and Central Bank Governors. Busan, Republic of Korea. 5 de junio de 2010.
- Gerlach Stefan, Schulz Alexander y Wolff Guntram B. "Banking and sovereign risk in the euro area". Discussion Paper Series 1: Economic Studies No 09/2010. Deutsche Bundesbank, Research Centre. 2010.
- Greenspan, Alan. "U.S. Debt and the Greece Analogy". *The Wall Street Journal*. Opinion. 18 de junio de 2010.
- SpiegelOnline. The Mother of All Bubbles. Huge National Debts Could Push Euro Zone into Bankruptcy. 3 de mayo de 2010.
- _____. Radical Cutbacks. German Government Agrees on Historic Austerity Program. 5 de junio de 2010.
- The Economist. *A special report on debt*. 24 de junio de 2010.

LA CRISIS DE DEUDA SOBERANA EN EUROPA Y EL PRESTAMISTA DE ÚLTIMA INSTANCIA

Mario Napoleón Pacheco Torrico*

Introducción

Los problemas financieros en Europa que son objeto de titulares en la prensa mundial, están ocasionando una serie de hechos en todo el mundo. Desde que se conocieron los problemas de deuda externa de Grecia, y la posibilidad de contagio a otros países europeos, la inestabilidad financiera se ha profundizado y extendido y no parece amortiguarse ni con el anuncio de rescates por parte de la Unión Europea y de planes de recorte fiscal draconianos en todos los países que tienen deudas excesivas.

Esta crisis es, indudablemente, parte de un fenómeno tectónico que posiblemente sea expresión de la fase terminal de la cuarta onda larga en su fase de descenso. De la misma forma la crisis de las hipotecas subprime en Estados Unidos, que tuvo una extendida repercusión mundial, es muy probable que haya puesto en evidencia los problemas típicos de una crisis estructural que estaría poniendo en cuestionamiento la modalidad de crecimiento de las economías de mercado.

La profundidad y extensión de la crisis, coloca en la mesa muchos aspectos que ameritan análisis, uno de los cuales es el carácter de la crisis de deuda en Europa y el rol de un actor fundamental en este tipo de crisis que es el Prestamista de Última Instancia (PUI). En este trabajo, aún preliminar, nos abocaremos al examen de los orígenes de la crisis actual en Europa, y los acontecimientos importantes en la conformación del PUI y su actuación entre los meses de febrero y el 21 de junio de 2010.

I. La crisis actual en Europa: crisis de deuda soberana

Las dificultades sobre el cumplimiento de las obligaciones emergentes de la deuda externa en Grecia, colocan a esta crisis dentro de uno de los tipos de crisis financiera que la escasa teoría económica ha reconocido. Las complicaciones griegas son típicamente una expresión de crisis de deuda externa, denominada también como crisis de deuda soberana (o de deuda pública). Esta "...es una situación en la que un país no puede atender el servicio de la deuda contraída con el exterior, ya sea soberana o privada"¹. Un economista define a esta crisis como crisis fiscales, que se producen cuando "El gobierno, de un momento a otro, pierde la capacidad de pagar la deuda externa y de obtener nuevos préstamos externos. Esto lleva a una reestructuración de la deuda o una moratoria de la misma"². Su origen, se encuentra en la acumulación de déficit fiscales producto de la aplicación de políticas expansivas de gasto, financiadas con deudas y no con incrementos de impuestos.

* Director Ejecutivo de la Fundación Milenio y profesor de la Universidad Mayor de San Andrés y de varios programas de postgrado. (napoeco@yahoo.com).

1 Fondo Monetario Internacional. *Perspectivas de la economía mundial. Mayo de 1998*. Washington, FMI, p. 84. Los otros tipos de crisis financieras son las crisis cambiaria y bancaria, esta última puede tener carácter sistémico.

2 Carlos Parodi. *Globalización y crisis financieras internacionales: causas hechos, lecciones e impactos económicos y sociales*. Lima, Universidad del Pacífico, 2001, p. 98.

¿Qué pasaría si un país se declara insolvente? Debería aplicar una política de ajuste, que repercutirá negativamente en el producto y en el empleo y enfrentará problemas sociales y, además, deberá renegociar su deuda. Sin embargo el problema nacional se convertiría en internacional, debido a la existencia de vínculos entre los mercados financieros y sus reacciones inmediatas, estos factores, entre otros, explicarían la extensión de la crisis. En otras palabras una crisis nacional se convertiría en una crisis sistémica que pondría en peligro al conjunto del sistema financiero internacional, y afectaría negativamente la débil recuperación de la economía mundial.

II. El Prestamista de Última Instancia (PUI)

El PUI, también denominado de último recurso, tiene por misión rescatar a la institución o al sistema, o al país, proporcionando los recursos necesarios para el pago de las obligaciones inmediatas. En el fondo el objetivo del PUI es el restablecimiento de la confianza en los mercados, inyectando liquidez cuando más se necesita.

El otorgamiento de créditos de emergencia que realizaba el Banco de Inglaterra, como parte de su política, en coyunturas críticas al sistema bancario inglés, le permitió a Francis Baring en 1797 crear el concepto del PUI. Observó que este banco central asumía el rol de la última fuente de dinero y de crédito. En consecuencia, de acuerdo con Schumpeter, el PUI "... era el guardián de la estructura del crédito"³. Como lo percibió Walter Bagehot, en 1873, el asumir el rol de PUI fue una de las razones de fondo para la creación de los bancos centrales. Para Bagehot en una crisis de liquidez el rol del banco central debía ser prestar sin límites, pero a una tasa de interés alta, con garantías adecuadas que debían valorarse a un precio entre el existente previamente a la crisis, o al pánico bancario, y el precio que resulta cuando emerge la crisis⁴.

Posteriormente el concepto fue rescatado por el especialista más renombrado en el estudio de las crisis financieras, Charles P. Kindleberger, quien cuando examinó los episodios de crisis financieras entre 1720 y 1987, encontró que "... cuando no existe este prestamista, como en 1873, 1890 y 1931, la depresión que sigue a una crisis financiera es larga y duradera..."⁵. Los aspectos centrales de la actuación del PUI son: ¿en qué momento debe actuar? ¿Cuál la magnitud de los recursos?, ¿bajo qué condiciones? y ¿para quién?⁶.

Como el mismo Kindleberger hace notar, de acuerdo a la extensión de la crisis financiera, el PUI puede ser nacional o internacional. El banco central de un país es el que asume el rol del PUI en caso de que la crisis esté localizada en un solo país. Si la crisis es de alcance internacional, el país económicamente más importante, de la región o el mundo, debe asumir el rol de PUI⁷. En este caso busca evitar el contagio.

La literatura sobre las crisis financieras en perspectiva histórica ofrece muchos ejemplos de la actuación de un PUI a nivel nacional e internacional. En este último caso, existen varios ejemplos relativamente recientes. La crisis mexicana de 1994 determinó la conformación de un PUI con los aportes, que llegaron a US\$ 52,000 millones provenientes

3 Joseph A. Schumpeter. *Historia del análisis económico*. Barcelona, Ariel, 1971, p. 766.

4 Santiago Fernández de Lis. La crisis "subprime" y el préstamo de última instancia. Madrid. Real Instituto Elcano. (Mayo, 2008). El libro de Bagehot Lombard Street fue publicado en 1873.

5 Charles P. Kindleberger. *Manías, pánicos y cracs. Historia de las crisis financieras*. Buenos Aires, Ariel, 1993, p. 237.

6 Ibid. p. 211.

7 Charles P. Kindleberger. *La crisis económica, 1929-1939*. Barcelona, Crítica, 1985, p. 346; _____. *Historia financiera de Europa*. Barcelona, Crítica, 1988, p. 283.

del Tesoro de Estados Unidos, el FMI y otros países. La crisis asiática de 1997-1998, que se desplegó en Tailandia, Indonesia y Corea, dio lugar a que el FMI, Banco Mundial, Banco de Desarrollo Asiático, Estados Unidos, Japón, Singapur y otros contribuyentes menores, reúnan US\$ 117,900 millones⁸.

Sin embargo, existen algunos problemas respecto al PUI, uno de ellos es el riesgo moral (moral hazard). La actuación del PUI puede ocasionar que tanto deudores como prestamistas asuman riesgos excesivos sabiendo que existirá un rescate y no experimentarán pérdidas.

III. Las reglas fiscales del Área del Euro

Grecia forma parte del Área del Euro (AE) desde el 1º de enero de 2001, que tiene reglas precisas para el desenvolvimiento fiscal de los países miembros, entre estas destacan las siguientes⁹:

- El Tratado de Constitución de la Comunidad Europea y del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, tienen como uno de sus objetivos intermedios, para alcanzar una ruta de crecimiento sostenido, implementar políticas fiscales sólidas y reforzar la independencia de la política monetaria del Eurosistema, que a su vez tiene como finalidad la estabilidad de precios.
- El Tratado en su artículo 101, prohíbe al Eurosistema la compra a los gobiernos y otras entidades públicas, instrumentos de deuda, con la finalidad de no permitir la monetización de los déficit fiscales, en razón a que se la expansión monetaria podría generar presiones inflacionarias.
- El artículo 103, la cláusula de corresponsabilidad financiera, establece que "... la Unión Europea no asumirá ni responderá de los compromisos de los Gobiernos o entidades públicas; los Estados miembros tampoco asumirán ni responderán de los compromisos de otro Estado miembro", de manera que "... los Estados miembros sean responsables, en última instancia, de su propio endeudamiento"¹⁰.
- El artículo 104 del Tratado y la legislación del Pacto de Estabilidad y crecimiento, establece que límite máximo de un déficit fiscal es de 3 por ciento del PIB. Se admiten las excepciones, cuando el déficit es mayor, si el déficit es excepcional y transitorio.
- El mismo artículo 104 del Tratado establece un ratio de deuda pública respecto al PIB máximo de 60 por ciento del PIB, pero también de forma transitoria.
- Si existe un déficit excesivo "... se iniciará contra el Estado miembro en cuestión un procedimiento de déficit excesivo, que consta de una serie de pasos encaminados a lograr que se corrija el déficit excesivo a su debido tiempo"

En base a estos aspectos Grecia para ingresar al AE debió cumplir los siguientes requisitos¹¹:

8 Carlos Parodi. Globalización y crisis financieras internacionales, op. cit., p. 150.

9 Banco Central Europeo. *Boletín Mensual*. Marzo 2009, pp. 90-91.

10 Ibid. p. 90.

11 Rodolfo García. "Sistema financiero europeo y la nueva moneda". En: Eugenia Correa y Alicia Girón (coordinadoras). *Economía financiera contemporánea*. v. III. México, 2004, p. 120.

- i) la inflación en los doce meses anteriores al examen no debía ser mayor al 1.5 por ciento, nivel de los tres países comunitarios con mayor estabilidad de precios;
- ii) "El déficit de las administraciones públicas no debía ser superior al tres por ciento del PIB";
- iii) El volumen de la deuda pública no debía rebasar el 60 por ciento del PIB

Se acepta que las políticas de estímulo fiscal implementadas en respuesta a la crisis de 2008-2009, se deben eliminar cuando se inicie la recuperación considerando que los estímulos son transitorios o deben compensarse con medidas correctivas¹².

Si bien existe una única política monetaria que emana del Banco Central Europeo (BCE) y una moneda única, la política fiscal continúa siendo responsabilidad de cada país miembro, de manera que pese a las normas no existe una coordinación que acompañe a la política monetaria, como tampoco sanciones para quienes no cumplan las normas fiscales, este último factor es considerado como un mal congénito de la unión monetaria. Y la cereza en la torta es que las reglamentaciones fiscales de la AE no permiten la existencia de un PUI regional.

IV. La política fiscal en la práctica

En conjunto los países del AE hasta el 2008 se mantuvieron dentro del parámetro establecido de 3 por ciento del PIB de déficit fiscal; sin embargo, en 2009 el déficit conjunto fue mayor en más del 100 por ciento (ver cuadro1).

CUADRO 1
AREA DEL EURO (AE) (16 PAÍSES)
DÉFICIT FISCAL Y DEUDA GUBERNAMENTAL

DETALLE	2006	2007	2008	2009
Déficit/superávit gubernamental (% del PIB)	(1.3)	(0.06)	(2.0)	(6.3)
Deuda gubernamental (% del PIB)	68.3	66.0	69.4	78.7

Fuente: Elaboración propia en base a: Eurostat. *Newsrelease. Euroindicators*. (22/abr/2010).

Es posible que en las economías más importantes, la aplicación de estímulos fiscales explique el incremento del déficit, pero también, con seguridad está el incremento de los gastos fiscales de 46.7 por ciento en 2006 a 50.7 por ciento en 2009.

Respecto a la deuda gubernamental esta fue mayor en comparación al límite de 60 por ciento del PIB. Si bien disminuyó en 2007, en los dos años siguientes subió significativamente, en especial en 2009.

El examen del comportamiento fiscal en algunos países seleccionados, evidencia que solamente Alemania, que tiene el mayor aporte al PIB del AE, se mantuvo casi en el límite establecido de déficit fiscal; sin embargo, la deuda pública fue mayor al 60 por ciento del PIB, inclusive antes de la crisis financiera en Estados Unidos de 2007 y 2008. Francia, que es la segunda economía en la contribución al PIB, en 2009 experimentó un incremento

12 Banco Central Europeo. Boletín Mensual (Marzo, 2009).

del déficit fiscal que la colocó por encima del límite, y su deuda pública, igual que en Alemania, fue superior al 60 por ciento y en 2009 creció mucho más (ver cuadro 2).

CUADRO 2
ÁREA DEL EURO (AE): PAÍSES SELECCIONADOS
 INDICADORES FISCALES, PRODUCTO Y EMPLEO

PAÍSES	2006	2007	2008	2009
ALEMANIA:				
Déficit/superávit gubernamental (% del PIB)	(1.6)	0.2	0.0	(3.3)
Deuda pública (% del PIB)	67.6	65.0	66.0	73.2
Tasa de desempleo	9.8	8.4	7.3	7.4
Contribución al PIB del AE (%)	27.2	27.0	27.0	26.8
FRANCIA:				
Déficit/superávit gubernamental (% del PIB)	(2.3)	(2.7)	(3.3)	(7.5)
Deuda pública (% del PIB)	63.7	63.9	67.5	77.6
Tasa de desempleo	9.2	8.3	7.8	10.0
Contribución al PIB del AE (%)	21.1	21.0	21.0	21.4
ITALIA:				
Déficit/superávit gubernamental (% del PIB)	(3.3)	(1.5)	(2.7)	(5.3)
Deuda pública (% del PIB)	106.5	103.5	106.1	115.8
Tasa de desempleo	6.8	6.2	6.8	8.2
Contribución al PIB del AE (%)	17.4	17.2	16.9	16.9
ESPAÑA:				
Déficit/superávit gubernamental (% del PIB)	2.0	1.9	(4.1)	(11.2)
Deuda pública (% del PIB)	39.6	36.2	39.7	53.2
Tasa de desempleo	8.5	8.3	11.4	19.0
Contribución al PIB del AE (%)	11.5	11.7	11.8	11.7
GRECIA:				
Déficit/superávit gubernamental (% del PIB)	(3.6)	(5.1)	(7.7)	(13.6)
Deuda pública (% del PIB)	97.8	95.7	99.2	115.1
Tasa de desempleo	8.9	8.3	7.7	10.2
Contribución al PIB del AE (%)	2.5	2.5	2.6	2.6
PORTUGAL:				
Déficit/superávit gubernamental (% del PIB)	(3.9)	(2.6)	(2.8)	(9.4)
Deuda pública (% del PIB)	64.7	63.6	66.3	76.8
Tasa de desempleo	7.8	8.1	7.7	10.1
Contribución al PIB del AE (%)	1.8	1.8	1.8	1.8
IRLANDA:				
Déficit/superávit gubernamental (% del PIB)	3.0	0.1	(7.3)	(14.3)
Deuda pública (% del PIB)	24.9	25.0	43.9	64.0
Tasa de desempleo	4.5	4.6	6.3	13.0
Contribución al PIB del AE (%)	2.1	2.1	2.0	1.8

FUENTE: Elaboración propia en base a: Eurostat. Eurostat Yearbook 2009; Eurostat. Newsrelease. Euroindicators (22/abr/2010).

La economía italiana, tercera en importancia, aporta con el 16.9 por ciento al PIB, también en 2009 tuvo un déficit fiscal superior al máximo permitido aunque por debajo del déficit francés. En cuanto a la deuda pública, esta es la mayor de los países considerados llegando a niveles muy preocupantes superiores al 100 por ciento del PIB. España, que es

la cuarta economía en tamaño, superó el límite del déficit en 2008 y en 2009 este creció fuertemente, y, además, es el déficit más elevado de las cuatro economías más grandes del AE. Su deuda pública subió significativamente en 2009. Respecto a Grecia, una economía pequeña en relación a las cuatro primeras, su déficit fiscal empezó a subir en 2007 y en 2009 llegó al 13.6 por ciento del PIB, nivel solamente superado por Irlanda. Como consecuencia el nivel de deuda pública ya superior en 37.8 puntos porcentuales en 2006, en 2009 llegó al 115.1 por ciento del PIB. La situación de Portugal e Irlanda, que en conjunto aportan con el 3.6 por ciento del PIB, está dentro del patrón de déficit fiscal y deuda pública creciente.

En resumen la relación entre crecientes déficit fiscales y el aumento de la deuda pública, se debe a que la única forma de financiar el desequilibrio fue, y es, y continúa siendo en algunos casos, mediante la colocación de bonos gubernamentales en el mercado financiero.

Otro aspecto relevante contenido en el cuadro 2 es el desempleo. Se advierte que, a excepción de Alemania, todos los países considerados experimentaron incrementos en la tasa de desempleo especialmente en 2009. Dentro de las economías relativamente grandes, España tiene el mayor desempleo debido, primero, al estancamiento en 2008 (el PIB creció en 0.9 por ciento) y, segundo a la contracción en 2009 (el PIB se retrajo en -3.8 por ciento)¹³.

V. El engaño de Grecia y de los otros

Como se constató solamente Alemania se mantuvo casi dentro del límite establecido de déficit fiscal, mientras que el resto de las economías superó esta barrera. La pregunta es cómo se explica esta situación, tomando en cuenta que cada país miembro informaba regularmente al sistema de información de la Unión Europea, el Eurostat.

La segunda semana de febrero de 2010, se conoció que el país heleno entregaba la información después de un "maquillaje" a cargo del banco de inversiones Goldman Sachs, que mostraba un déficit menor, práctica empleada por lo menos desde 2002¹⁴. El hecho fue reconocido por Karel De Gucht, Comisario de Comercio, quien afirmó que "las trapacerías contables y estadísticas griegas eran un secreto a voces". Sostiene que cuando la Comisión pretendió enviar inspectores a Atenas en 2003 y 2004, se opusieron los gobiernos de la Unión Europea¹⁵. Tomando en cuenta que en la mayoría de los casos el aumento del déficit fiscal y de la deuda pública, colocaba a estas variables por encima de los límites establecidos, varias publicaciones sostienen que no solamente Grecia manipuló las cuentas fiscales, sino también lo hicieron otros países. Portugal también incurrió en las mismas prácticas en 2001¹⁶. En resumen se recurrió "... a complejas, y a veces secretas,

13 FMI. *Perspectivas de la economía mundial. Sustentar la recuperación*. Octubre de 2009. Washington, 2009.

14 Grecia no contabilizó ya en 2001 gastos militares por € 1.600 millones. Ver: www.wsj.com (3/mar/2010). Asimismo, obtenía préstamos en una divisa que luego era convertida a euros a un tipo de cambio menor, de modo que la deuda disminuía. Ver: www.bbcmundo.com (15/feb/2010).

15 www.elpais.com (6/jun/2010).

16 Portugal clasificaba "... los subsidios otorgados al metro de Lisboa y otras empresas públicas como compras de participaciones". En Francia la empresa privatizada France Telecom pagó al gobierno, en 1997, más de € 5.000 millones y el gobierno asumió el pago de las pensiones de los empleados de dicha empresa. Los ingresos provenientes de la operación con France Telecom le permitieron bajar el déficit fiscal a € 40.000 millones y el gobierno anunció en 1997 un déficit de 3 por ciento del PIB habilitándose, de ese modo, para ingresar al AE. Alemania "... intentó revalorar sus reservas en oro en 1997, pero echó pie atrás ante la resistencia de su banco central". Charles Forelle y Susanne Craig. "Las maniobras contables, otro problema para Europa", en www.wsj.com (23/feb/2010).

transacciones financieras con el fin de ocultar la verdadera dimensión de su endeudamiento.....A pesar de las críticas, muchos líderes europeos estimaron que estas maniobras eran aceptables¹⁷. Posteriormente, en junio los ministros de economía de la Unión Europea, determinaron reforzar los controles del Eurostat, para que audite las cuentas fiscales de los países miembros con la finalidad de evitar que ocurran nuevas falsificaciones de las estadísticas¹⁸.

VI. El suplicio de la constitución del PUI y las contradicciones entre Alemania y Francia

En la medida en que se conoció la verdadera situación de las finanzas públicas griegas, en la Cumbre del 11 de febrero de 2010 los líderes europeos anunciaron una ayuda al país helénico¹⁹. Sin embargo, la posibilidad del incumplimiento en sus obligaciones, la desconfianza y la incertidumbre se extendieron debido a que los mercados percibieron que España, Portugal e Irlanda podrían ser los próximos en experimentar los mismos problemas de Grecia.

A partir de este reconocimiento la Unión Europea anunció un posible rescate. El 23 de febrero, los responsables de la zona euro ofrecieron "apenas una vaga promesa de determinar y coordinar una acción, en caso de que sea necesaria para ayudar a Grecia y sólo bajo la condición de que Atenas imponga más medidas de austeridad. ... Alemania y Francia son extremadamente reacias a financiar los gastos sin control de Grecia. ... Este apoyo daría a los mercados financieros más confianza de que Grecia no declarará una cesación de pagos, lo que haría caer los rendimientos de los bonos griegos. Una cesación de pagos de Grecia podría hacer que el pánico en los mercados financieros se extienda a otras economías en apuros como Portugal, España e Italia, amenazando a los cruciales mercados de exportación franceses y alemanes, así como la salud financiera de muchos bancos regionales expuestos a las deudas de los países del sur europeo"²⁰.

Luego de este anunció comenzó una extensa y dura negociación que se orientaba no solamente a definir los detalles técnicos del rescate, sino también a lograr un consenso político en la decisión y condicionar a Grecia a aplicar un drástico ajuste fiscal. El 1º de marzo se conoció que el Comisionado de Asuntos Monetarios de la Unión Europea, Olli Rehn, afirmó que "...el bloque está listo para ayudar a Grecia, pero le pidió a este país que tomé más medidas inmediatamente para reducir su elevado déficit fiscal"²¹. Grecia había anunciado que reduciría su déficit fiscal del 13.6 por ciento del PIB al 8.7 por ciento del PIB en 2010 y en 2012 llegar al 3 por ciento del PIB²².

El 3 de marzo las informaciones de prensa mostraban que el gobierno griego aplicaría las medidas de ajuste fiscal, entre las que destacaban el incremento del IVA, del 19 por ciento al 21 por ciento, los impuestos sobre los alcoholes y el tabaco en 20 por ciento y la disminución del 30 por ciento en los pagos extraordinarios a los funcionarios públicos²³. Sin embargo, en las noticias del 5 de marzo Rainer Bruderle, ministro alemán de Economía, sostenía que Alemania "no dará un céntimo" a Grecia²⁴.

17 www.wsj.com (23/feb./2010).

18 www.elpais.com (8/jun/2010).

19 www.bbc.co.uk (15/feb/2010).

20 www.wsj.com (23/feb/2010).

21 www.wsj.com (1º/mar/2010).

22 www.wsj.com (1º/mar/2010).

23 www.eleconomista.es (3/mar/2010).

24 www.eleconomista.es (5/mar/2010).

Fuentes periodísticas inglesas anunciaron el 13 de marzo que el AE había aprobado un plan de rescate, y que este "no vulnerará la normativa del euro, que prohíbe específicamente rescatar a los países miembros en problemas"²⁵. Sin embargo, nuevamente las autoridades económicas alemanas afirmaron que desconocían la decisión²⁶. El 15 de marzo se comunicaba que los ministros de economía de la AE habían terminado con la elaboración del plan de rescate, el mismo que será aprobado entre el 25 y el 26 de marzo en la Cumbre de jefes de Estado y de Gobierno. Este plan, según el primer ministro luxemburgués y presidente del Eurogrupo, Jean-Claude Juncker, no incluía avales sobre la deuda griega, pero "... que podrá activarse rápidamente si es necesario"²⁷. Opinión, como podrá constatarse, muy optimista.

En la misma fecha la prensa mostraba las diferencias existentes entre Alemania y Francia. Christine Lagarde, la ministra de Finanzas francesa, consideraba insostenible para el AE el permanente superávit comercial alemán que se debe a los bajos costos laborales y demandaba que para impulsar la competitividad de los socios deficitarios, Alemania debía impulsar la demanda interna. También se mostró contraria a la posibilidad de crear un Fondo Monetario Europeo²⁸.

Las noticias de prensa del 16 de marzo mostraban que el ministro de Finanzas de Alemania, Wolfgang Schäuble, sostenía que aún no se había tomado ninguna decisión política²⁹.

De forma pertinente con la declaración del ministro alemán, el plan se enfrentó con la oposición del principal socio del AE, Alemania. La Canciller Ángela Merkel, declaraba el 17 de marzo que cualquier decisión respecto a Grecia debe ser tomada "con la vista puesta en la estabilidad del euro a largo plazo. La solidaridad a corto plazo no es la respuesta adecuada". Con esta declaración la máxima autoridad alemana ponía en duda la posibilidad del rescate, según el periódico *El Economista*, la afirmación significaba preguntarse: ¿Rescate, qué rescate? Por otra parte, respondía duramente a la ministra francesa Lagarde, afirmando que "No vamos a sacrificar nuestra fortaleza sólo porque se compran más nuestros productos que los de otros países"³⁰.

Como una manifestación más de las contradicciones existentes entre los responsables del AE, Jean-Claude Juncker sostenía el 22 de marzo, mientras las bolsas del mundo caían, que no era imprescindible que los líderes europeos terminen con el debate sobre Grecia en esa semana³¹. Asimismo, expresaba su desacuerdo con acudir al FMI para reunir los recursos necesarios para rescatar a Grecia. Afirmó que "... la zona del euro debe lavar sus trapos sucios en casa para mantener la credibilidad de su moneda única"³². Declaración que expresaba otra contradicción con Alemania que sostenía la necesidad de la participación del FMI.

El 23 de marzo la Canciller Merkel determinó tres condiciones para el rescate griego³³:

25 www.eleconomista.es (13/mar/2010).

26 www.eleconomista.es (13/mar/2010).

27 www.eleconomista.es (15/mar/2010).

28 www.eleconomista.es (15/mar/2010).

29 www.espanol.rfi.fr (16/mar/2010).

30 www.eleconomista.es (17/mar/2010).

31 www.elpais.com (22/mar/2010).

32 www.eleconomista.es (22/mar/2010).

33 www.eleconomista.es (23/mar/2010).

- i) Grecia debía agotar todas las posibilidades de obtener financiamiento;
- ii) el compromiso del FMI para realizar un aporte sustancial al monto del rescate;
- y
- iii) los miembros del AE deben alcanzar un acuerdo que implique nuevas negociar nuevas normas orientadas a prevenir otras crisis de deuda.

Respecto a los tres puntos Francia y el Reino Unido habían expresado su oposición a cualquier modificación del tratado.

Sin embargo, el empeoramiento de la situación financiera obligaba a aceptar un plan de rescate, pero bajo condiciones duras. Este punto de vista era compartido por el presidente del BCE, quien sostenía que no se debía otorgar créditos blandos y que debería haber una fuerte condicionalidad³⁴. El 25 de marzo la prensa anunciaba que luego de varias semanas de una fuerte resistencia por parte de la señora Merkel, en una negociación que la prensa calificaba como contrarreloj, se logró un acuerdo con el presidente francés Nicolas Sarkozy, que implicaba establecer un mecanismo de asistencia financiera de emergencia a Grecia que incluya la participación del FMI³⁵; asimismo se aceptaba, como colateral, bonos BBB- y no como fue anteriormente bonos con la calificación de A-³⁶. Sin embargo, mientras no se definían los detalles técnicos del plan, el valor del euro respecto al dólar caía, y el país heleno soportaba una corrida bancaria que significó una salida del país de más de € 10.000 millones, hecho que obligaba a los cuatro bancos más grandes a solicitar ayuda al Estado³⁷. Por otra parte, se conocía que Grecia necesitaba para cumplir con sus compromisos de deuda, entre el 20 de abril y el 23 de mayo, € 16,000 millones³⁸.

Este acuerdo que incluía al FMI como aportante, como una de las exigencias alemanas, fue objeto de críticas por parte de varios analistas, debido a que "... pone al bloque económico en vergonzosa situación de acudir a una organización (el FMI) que usualmente orquesta rescates para países en desarrollo", además de conferirle a la señora Merkel la facultad de decidir el momento de la aplicación del plan, mientras tanto Atenas sostenía que la tasas de interés que pagaba por el acceso a nuevos recursos ya había superado el 6 por ciento, nivel inaceptable³⁹. Por otra parte, el director gerente del FMI, Dominique Strauss-Khan, aclaraba que, frente a la idea que la Unión Europea tendría el control de la operación con los recursos del FMI, "El FMI definirá las condiciones, como hacemos con cualquier otro país"⁴⁰.

Si bien Grecia solicitó formalmente iniciar las negociaciones de rescate el 15 de abril⁴¹, recién fue el 3 de mayo, después de tres meses de indefinición, cuando se aprobó un plan de apoyo a Grecia de € 110,000 millones, incluyendo la participación del FMI en un 27 por ciento. De dicha cantidad se disponía que en el primer año de vigencia del plan, Grecia recibiría € 30,000 millones. El acuerdo implicaba el compromiso del gobierno heleno de aplicar un draconiano programa de ajuste fiscal, que sería supervisado trimestralmente por parte de la Comisión Europea de manera previa al desembolso de los recursos⁴².

34 www.eleconomista.es (22/mar/2010).

35 www.elpais.com (25/mar/2010).

36 www.eleconomista.es (25/mar/2010). Debe hacerse notar que el 10 de abril de 2010, la agencia de calificación Fitch disminuyó la calificación a de la deuda griega a BBB-. Ver: www.elpais.com (10/abr/2010).

37 www.bbcmundo (8/abr/2010).

38 www.elpais.com (26/mar/2010).

39 www.wsj.com (26/mar/2010).

40 www.eleconomista.es (30/mar/2010).

41 www.wsj.com (15/abr/2010).

42 www.elpais.com (3/may/2010).

Es importante hacer notar que mientras las autoridades del AE negociaban, el 28 de abril las calificadoras de riesgo nuevamente disminuían la calificación de los bonos griegos de BBB- a BB- (nivel que significaba la probabilidad de suspensión de pagos de Grecia), y también bajaban la calificación para la deuda de Portugal a A-. Las consecuencias fueron un incremento de las tasas de interés de la deuda griega a dos años al 18 por ciento, ventas masivas de bonos griegos, y por parte de los inversionistas (los fondos de pensiones y de inversión) un traslado de sus recursos hacia bonos de la deuda alemana, considerados los más seguros⁴³.

Más adelante el proceso anteriormente descrito continuó. El 6 de mayo, la situación de la deuda griega afectaba, de forma marcada, a los bonos soberanos españoles. Para los bonos a 10 años aumentaba la prima de riesgo (la diferencia con la deuda alemana considerada como la más segura) a 132 puntos básicos cuando en abril se encontraba en 70 puntos básicos. Asimismo, la tasa de interés que el mercado fijaba para la deuda española alcanzaba a 4.17 por ciento, mientras que el precio de la deuda alemana solamente fue de 2.85 por ciento. La situación de los bonos a dos años era peor, considerando que los procedentes de España debían pagar el 2.58 por ciento, mientras que los alemanes solamente pagaban el 0.6 por ciento⁴⁴.

También el 6 de mayo el Bundestag (Parlamento alemán), aprobó la contribución alemana al paquete de rescate griego por € 22,400 millones, luego de un intenso debate en el que la canciller Merkel defendió la asistencia financiera a Grecia frente a la oposición Social Demócrata que no estuvo de acuerdo con la participación de Alemania.

VII. "La situación es desesperada, pero no es grave"⁴⁵

El aumento de la prima de riesgo de la deuda española continuó subiendo marcadamente. El 7 de mayo los bonos a 10 años tenían un diferencial con la deuda alemana de 163 puntos básicos, mientras que en la deuda a corto plazo las diferencias eran mayores, como venía aconteciendo. Por los bonos alemanes a dos años se pagaban 0.5 por ciento y por los españoles 2.9 por ciento, y en el caso de la deuda griega el interés llegaba al 16 por ciento, y se comentaba la posibilidad de una nueva rebaja de la calificación de la banca griega que podía contagiar a los bancos de Portugal, España, Irlanda y el Reino Unido. Por otra parte, se criticaba la máxima calificación (AAA) que dieron Moody's y Fitch a la deuda española, considerando que España tenía un déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos de 10 por ciento, que la tasas de desempleo bordeaba el 20 por ciento, que su historia mostraba que en los siglos XIX y XX suspendió sus pagos en 13 oportunidades, y "cuyo destino está cada vez más ligado a la amabilidad de la Unión Europea y del Fondo Monetario Internacional para ser rescatado" y como no aplicó ninguna reforma "está al borde del precipicio"⁴⁶.

Mientras tanto Alemania, el 19 de mayo, prohibía las ventas al descubierto (ventas cortas) de los instrumentos de deuda soberana de los países de la zona del euro con la finalidad de frenar la especulación, argumentando la fuerte volatilidad de los títulos de deuda soberana, además de los seguros de impago de dicha deuda y de las acciones de 10 bancos y empresas de servicios financieros alemanas. Esta medida, inicialmente vigente

43 www.elpais.com (28/abr/2010).

44 www.elpais.com (6/may/2010).

45 La frase se ha extraído de: www.eleconomista.es (6/may/2010).

46 www.elpais.com (7/may/2010).

hasta el 31 de marzo, provocó la caída fuerte de las bolsas en Europa y una mayor depreciación del euro⁴⁷. Posteriormente el 2 de junio, el gobierno alemán presentaba un proyecto de ley al Parlamento, para ampliar la prohibición⁴⁸.

La situación extremadamente complicada de España y las posibilidades de contagio a otros países del AE, impulsaron los rumores de un posible plan de rescate para España, que podría requerir, según un informe del FMI, US\$ 600,000 millones (€ 474,000 millones)⁴⁹. En este contexto y debido al riesgo sistémico existente y después de maratónicas negociaciones, Alemania cedía y la señora Merkel, luego de perder las elecciones parlamentarias regionales y a su ministro de Economía por razones de salud, "...aceptó una red de seguridad para todos los miembros de la zona euro"⁵⁰. Esto significaba que fue permeada por las presiones del gobierno de Estados Unidos⁵¹ (la exposición de los bancos estadounidenses al rescate de la deuda europea es mayor a los US\$ 54,000 millones)⁵².

De este modo, el 10 de mayo se acordó conformar un fondo de rescate por un monto de € 750,000 millones (US\$ 995,000 millones) para los países con mayores problemas fiscales. Los aportes fueron: 58.6 por ciento provendrán de préstamos de los gobiernos de la euro zona, 8.0 por ciento de recursos de emergencia de la Unión Europea, y el 33.3 por ciento del FMI⁵³.

Simultáneamente, los bancos centrales de la euro zona empezaron a comprar deuda soberana de Grecia, España Portugal, Irlanda e Italia, violando claramente el artículo 101 del tratado de Constitución de la Comunidad Europea. Hasta el 17 de mayo se adquirieron € 16,500 millones, debido a la depreciación de los títulos públicos⁵⁴. Por ejemplo, los bonos griegos a 10 años en pocos días cayeron en 263 puntos básicos y los de 2 años perdieron 1,000 puntos básicos. Los bonos españoles e italianos a 10 años, perdieron 27 puntos básicos y 20 puntos básicos respectivamente⁵⁵. Sin embargo, el 8 de junio el BCE suspendió las compras de deuda soberana que alcanzaron, hasta ese momento, a € 40,500 millones. Posteriormente, el 10 de junio, el presidente del BCE, anunciaba que se mantendría el programa de compra de deuda pública, sin especificar su extensión y monto asignado⁵⁶.

Aún habiéndose aprobado el nuevo fondo de apoyo financiero, continuaron las contradicciones entre las autoridades del AE. La Canciller alemana había declarado que el nuevo millonario fondo de rescate únicamente permite "ganar tiempo". La respuesta del presidente del Eurogrupo, Juncker, fue dura, afirmó que "Algunos deberían pensar antes de hablar" y "harían mejor en callarse"⁵⁷.

47 www.latercera.com (19/may/2010). Las ventas al descubierto son operaciones que consisten en vender a plazo valores que no se tienen, con la expectativa de poder comprarlos posteriormente a un precio inferior y saldar la venta obteniendo beneficios. Estas operaciones especulativas que son realizadas frecuentemente por los fondos de inversión libre (hedge funds), incrementan los riesgos en los mercados financieros y pueden desencadenar la caída de un activo financiero.

48 www.alemaniaparati.diplo.de (2/jun/2010).

49 www.eleconomista.es (7/may/2010).

50 www.wsj.com (11/may/2010).

51 www.wsj.com (11/may/2010). La prensa hizo conocer la existencia de llamadas provenientes de la Casa Blanca y de la Reserva Federal a los principales líderes europeos instándolos a tomar la decisión. Ver: www.elpais.com (16/may/2010)

52 www.eleconomista.es (17/may/2010).

53 www.wsj.com (10/may/2010).

54 www.eleconomista.es (17/may/2010).

55 www.wsj.com (10/may/2010)

56 www.eleconomista.es (10/jun/2010).

57 www.elpais.com (17/may/2010).

Sin embargo, varios analistas sostienen que tomando en cuenta que si bien la aplicación del ajuste fiscal permitirá bajar el déficit griego del 13.6 por ciento del PIB al 8.1 por ciento del PIB en 2010 y al 4.9 por ciento del PIB en 2013, se necesitará un monto de €50,000 millones para cubrir el déficit. De manera que tomando en cuenta la magnitud de los vencimientos desde mayo de 2010 hasta mayo de 2013, por un valor aproximado de €70,000 millones, se necesitaría, por lo menos, €120,000 millones. Entonces los €110,000 millones son insuficientes, necesiándose por lo menos €150,000 millones⁵⁸.

El 8 de junio, luego de 4 meses los ministros de Finanzas de la zona euro aprobaron finalmente el paquete de rescate de €440,000 millones (US\$ 527,000 millones), que forma parte de los €750,000 millones aprobados anteriormente, denominado "vehículo de propósito especial", que otorgará préstamos de emergencia garantizados por otros gobiernos de la zona euro, de manera que se pueda subir las calificaciones de crédito⁵⁹.

Como otro episodio en este proceso, al parecer indetenible, de la crisis europea el 14 de junio se conocía que las empresas españolas no tenían acceso al financiamiento de los mercados internacionales, debido a la desconfianza⁶⁰. Y el 15 de junio la banca española solicitaba "fondos récord al BCE ante el cierre de los mercados"; también la prensa mostraba que en mayo los bancos españoles y los extranjeros que operan en España, accedieron a €85,618 millones, cifra mayor en €11,000 millones en comparación a abril, de recursos del BCE a los que se accede mediante subastas⁶¹.

Pese al anuncio de la conformación del fondo de rescate global de €750,000 millones, especialmente para los países con agudos desequilibrios fiscales, entre los cuales está España, la prima de riesgo de este país continuó aumentando, llegando el 15 de junio a 223.5 puntos respecto a los bonos alemanes. La causa de este incremento estaba en la percepción de los mercados de que su situación podría deteriorarse, en razón a su abultado déficit fiscal (11.2 por ciento del PIB), el alto nivel de desempleo (19.0 por ciento) y la prolongada crisis económica. En este marco la prensa nuevamente, el 16 de junio, comentó la posibilidad de que el FMI, la Unión Europea y el Tesoro de Estados Unidos estarían diseñando un plan de liquidez para España que incorporaría líneas de crédito que España utilizaría, para evitar que se tenga que "recurrir a un plan de rescate que podría desatar el pánico en los mercados financieros, al tiempo que ayudaría a recuperar la credibilidad del país, del euro y del conjunto de la UE"⁶². El monto considerado llegaba a €250,000 millones y se conoció que el gobierno español convocó a una reunión al máximo responsable del FMI, Strauss-Kahn, con el presidente José Luis Rodríguez Zapatero⁶³.

Refiriéndose a la situación de la economía española la Canciller Merkel afirmó que "España puede acudir al fondo de rescate, como cualquier otro país"⁶⁴. Este comentario molestó al presidente español, sin embargo el rumor tenía asidero debido a que según información del Banco Internacional de Pagos bancos franceses y alemanes son los más expuestos a España debido a que tienen bonos de la deuda española por €202,000 millones y €165,000 millones respectivamente⁶⁵.

58 www.wsj.com (4/may/2010).

59 www.wsj.com (11/may/2010); _____, (8/jun/2010).

60 www.elpaís.com (14/jun/2010)

61 www.elpaís.com (15/jun/2010).

62 www.eleconomista.es (16/jun/2010).

63 www.wsj.com (16/jun/2010).

64 www.abc.es (16/jun/2010).

65 www.abc.es (16/jun/2010).

VIII. Los planes de ajuste fiscal

Entre mayo y junio de 2010 los gobiernos de Grecia, España, Portugal, Italia, Reino Unido y Alemania, además de otros países del AE, determinaron fuertes cortes del gasto fiscal, en algunos casos acompañados por medidas orientadas a incrementar los ingresos. En el caso de Grecia, como se explicó, la aplicación de las medidas de ajuste constituye un requisito, exigido por Alemania, para acceder a los recursos del rescate. El total de los ajustes llega a € 218,200 millones (US\$ 174,560 millones) que representan el 27.6 por ciento del PIB de los países considerados. Las economías con los mayores cortes en relación al PIB son Grecia y España (ver cuadro 3).

CUADRO 3
PLANES DE RECORTES FISCALES EN PAÍSES
SELECCIONADOS DEL ÁREA DEL EURO

FECHA	PAÍS	Monto esperado del recorte (Millones de €)	Porcentaje respecto al PIB de 2009
05-may-10	Grecia	30.0	12.6
12-may-10	España	65.0	6.2
17-may-10	Italia	27.5	1.8
25-may-10	Irlanda	4.0	2.4
25-may-10	Francia	11.5	0.6
08-jun-10	Alemania	80.0	3.3
25-jun-10	Portugal	1.1	0.7
TOTAL		218.2	27.6

FUENTE: Elaboración propia a partir de: "Montos esperados del recorte fiscal": www.elpais.com (25/may/2010); PIB (a precios corrientes): Eurostat. Newsrelease. Euroindicators (22/abril/2010).

Las medidas de recorte fiscal, que implican también el despido de miles de empleados públicos, suscitaron varias críticas. Está claro que las disminuciones de gastos no son compatibles con el crecimiento económico, en un momento en que se necesita asegurar la recuperación económica, posiblemente este hecho explique que a cada aprobación de un paquete de austeridad fiscal, los mercados reaccionaron subiendo la prima de riesgo. Paul Krugman, quien calificó como "masoquismo" la "manía" de aprobar planes de austeridad fiscal, sostuvo que la contracción de gastos determina tasas de interés más bajas que implican la depreciación de la moneda, aspecto que mejora la balanza comercial del país que aplica las restricciones fiscales, pero significa una contracción para el mundo: Peor si se toma en cuenta que las tasas de interés en Europa están cercanas a cero, y el euro se encuentra muy debilitado transformando la contracción fiscal del AE en un problema global⁶⁶.

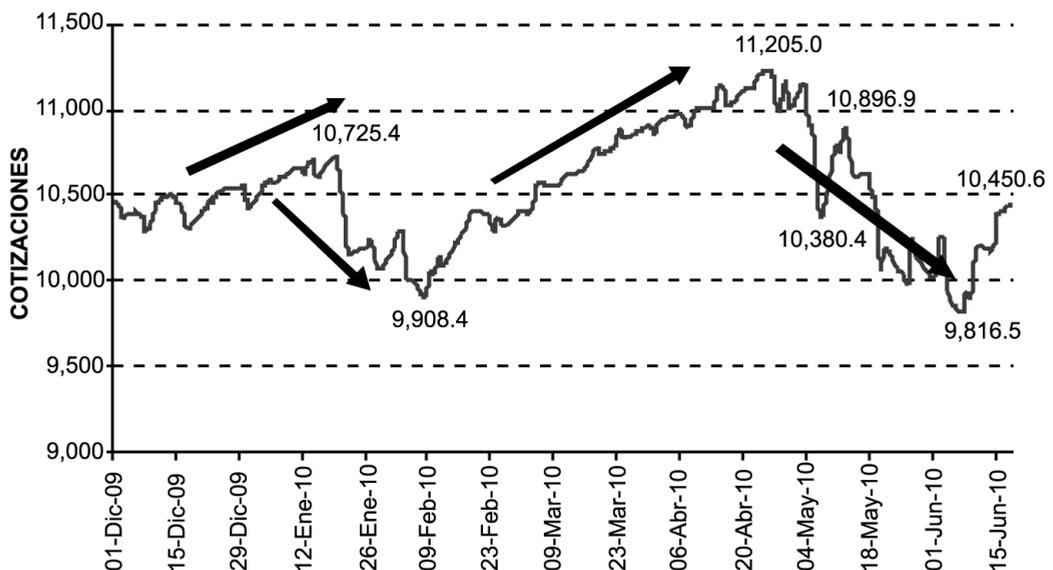
IX. Los costos de las demoras en la conformación del Prestamista de Última Instancia (PUI)

Los costos de las demoras se despliegan en dos ámbitos interrelacionados entre sí, el financiero y el cambiario.

66 www.eleconomista.es (9/jun/2010).

En el ámbito financiero, se observa una aguda inestabilidad y una tendencia declinante en las cotizaciones de las principales bolsas de valores del mundo. En Estados Unidos, el principal indicador, el Dow Jones, comenzó a subir desde la segunda semana de febrero luego de una caída hasta 9,908 puntos el 8 de febrero, llegando a un máximo el 26 de abril, con 11,205 puntos, y luego declinó. Entre el 4 y 9 de junio cayó por debajo de los 10,000 puntos, marcando un mínimo de 9,816 el 7 de junio, posteriormente recuperó, pero hasta el 21 de junio no pudo alcanzar los 11,000 puntos (ver gráfico 1).

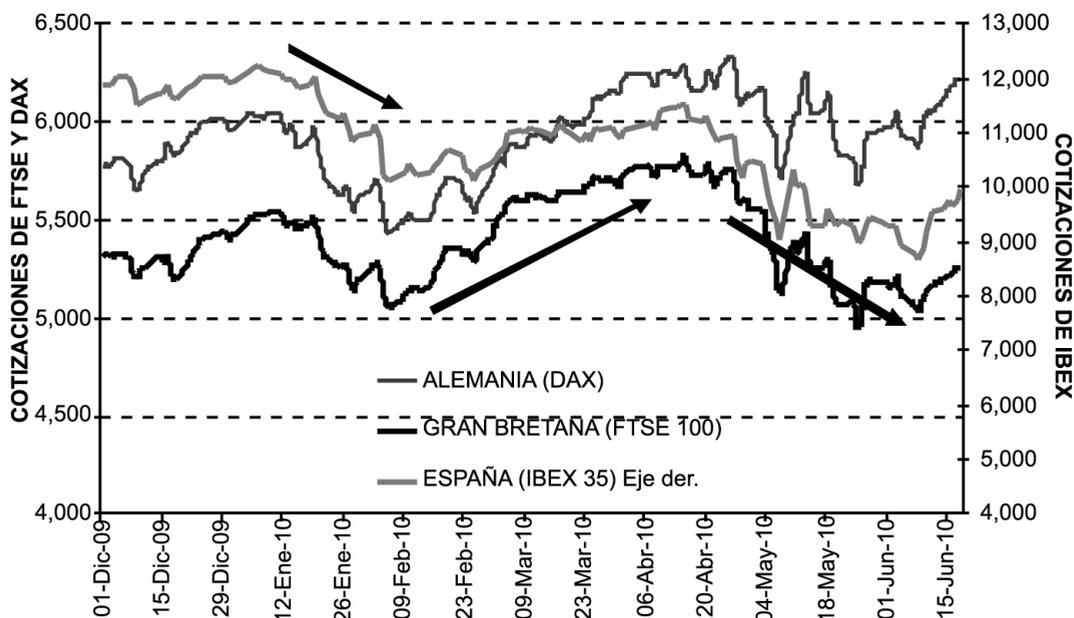
GRÁFICO 1
ÍNDICE DOW JONES INDUSTRIAL AVERAGE (DJIA)



FUENTE: Elaboración propia en base a datos de Yahoo Finanzas (www.es.finance.yahoo.com).

El movimiento de las acciones europeas tuvo casi la misma tendencia que el Dow Jones. El DAX, de Alemania, el FTSE de Gran Bretaña, y el IBEX, de España, luego de alcanzar máximos entre el 14 y el 20 de enero, bajaron a mínimos del 17 al 18 de febrero. Luego subieron llegando a niveles máximos el 26 de abril. Desde fines de abril hasta el 4 de junio la tendencia fue a la baja. Entre los máximos del 15 de abril y los mínimos del 25 de mayo las mayores pérdidas se registraron en el IBEX, -21.9 por ciento, y en el FTSE, -15.2 por ciento. Posteriormente recuperaron pero con una marcada inestabilidad (ver gráfico 2).

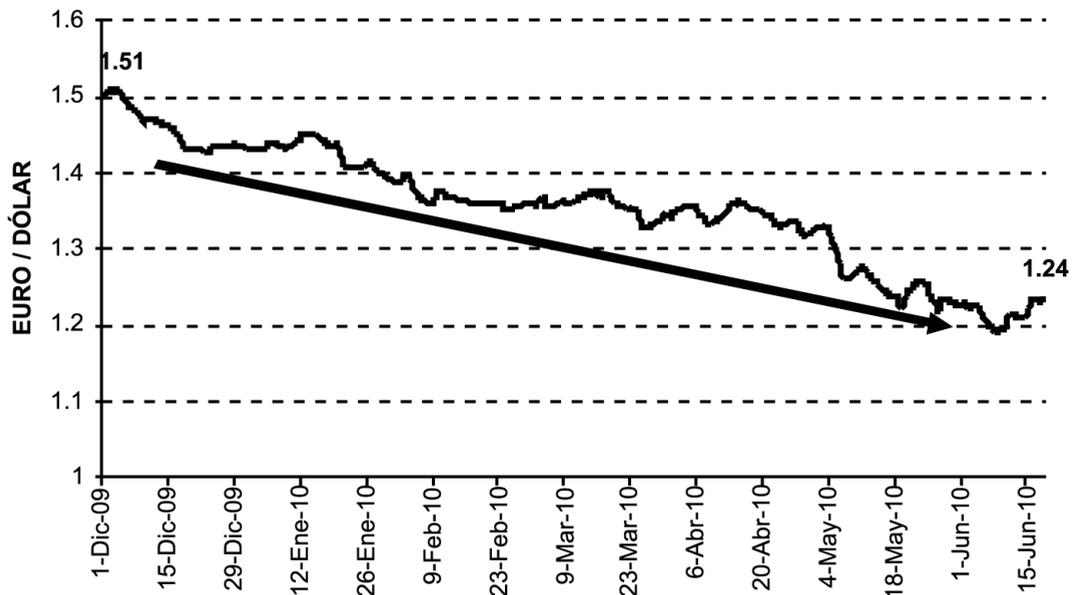
GRÁFICO 2
COTIZACIONES DE LAS BOLSAS EUROPEAS



FUENTE: Elaboración propia en base a datos de Yahoo Finanzas (www.es.finance.yahoo.com).

En el ámbito monetario el costo fue el deterioro del valor del euro respecto al dólar, hecho que significó revertir la tendencia a la apreciación del euro que comenzó en noviembre del año 2000. El 30 de octubre de ese año un euro se cotizaba en US\$ 0.84, y el 22 de julio de 2008 se alcanzó el nivel más alto con US\$ 1.59. A partir de fines de julio de 2008 la tendencia fue hacia la desvalorización del euro, no obstante de haberse registrado una revalorización que culminó el 3 de diciembre de 2009, cuando se registró US\$ 1.51 por un euro. A partir del 4 de diciembre la caída fue intensa llegándose al nivel mínimo de US\$ 1.19 por un euro el 7 de junio de 2010. Posteriormente recuperó, pero ya no alcanzó los registros de fines de julio de 2008. Entre el máximo de julio de 2008 y el mínimo del 7 de junio de 2010, la pérdida fue de 25 por ciento. Si bien posteriormente recuperó, la comparación entre el primero de diciembre de 2009 y el 21 de junio de 2010 evidencia una desvalorización del euro igual a 17.9 por ciento (ver gráfico 3).

GRÁFICO 3
COTIZACIÓN EURO / DÓLAR



FUENTE: Elaboración propia a partir de: Banco Central Europeo (www.ecb.int).

X. ¿Si fracasa el PUI: se desintegrará o reducirá el Área del euro?

El examen de los acontecimientos en la constitución del PUI y su política contradictoria, pone en entredicho la eficacia de sus acciones en términos de restablecer la confianza de los mercados. Además la actuación del BCE, principal ejecutor del PUI, tampoco está exenta de contradicciones y contramarchas. Un analista ha calificado la actuación del BCE como timorata. Las críticas a la autoridad monetaria enfatizan su "excesiva ortodoxia ... y sus- ... permanentes vaivenes en su funcionamiento... -como- ... declarar que no comprará deuda pública provocando el colapso de los mercados, y a los cuatro días verse obligado a hacerlo para estabilizarlos un poco"⁶⁷.

Por otra parte, en la medida en que no exista un plan de reestructuración de la deuda (es decir que los tenedores de los bonos griegos reciban solamente intereses, o que se reprogramen los pagos, o se convierta la deuda de corto plazo por una de largo plazo), o se determine una quita significativa (los acreedores pierden una parte de su capital), no se soluciona el problema de solvencia en Grecia, aún aplicando las políticas de recorte fiscal con la supervisión del FMI. En consecuencia, el último paquete de asistencia financiera simplemente estaría "comprando tiempo" a un costo elevado, debido a que este tiempo no sirve para ordenar la casa⁶⁸.

En ausencia de un plan de reestructuración de la deuda griega y también de Portugal, España, Italia e Irlanda principalmente, los US\$ 995,000 millones beneficiaran casi exclusivamente a la banca europea, que tiene más de US\$ 2.8 billones de deuda soberana

67 Joaquín Estefanía. "Nadie se fía de nadie (otra vez)". En: www.elpais.com (14/jun/2010).

68 Alan Ruskin (economista del Royal Bank of Scotland). "Cinco razones por las que el euro seguirá deprimido, pese a los millones de Europa". En: www.finanzas.com (12/may/2010).

de Grecia, Portugal y España. Los bancos alemanes tienen de estos tres países bonos soberanos por US\$ 300,000 millones y los bancos británicos US\$ 140.000 millones⁶⁹.

A fines de enero de 2010, el conocido economista Nouriel Roubini, que predijo la crisis de la hipotecas subprime, sostuvo que considerando la magnitud de la crisis europea por los agudos desequilibrios fiscales, el AE podría dividirse "y tener un centro fuerte y una periferia más débil, y a la larga algunos países podrían salir de ella"⁷⁰. El presidente del BCE respondió sosteniendo que "es absurdo imaginar que la eurozona, compuesta por 16 países pueda desintegrarse"⁷¹. Posteriormente, el 12 de mayo, Roubini nuevamente afirmó que Grecia podría encabezar el grupo de países que dejarían el euro para estimular sus economías. Opinó que "... hace falta una depreciación real en el euro para restablecer la competitividad de naciones como España, Portugal o Italia"; es decir, que el euro quedaría circunscrito a los países que tienen una sólida situación fiscal. Precisó que la reducción del déficit fiscal en Grecia del 13 por ciento al 3 por ciento "... parece una misión imposible... -y que no se podría- ... aumentar los impuestos y recortar el gasto, y a medida que lo hagan, el PIB va a caer aún más". En relación al fondo de € 750,000 millones que debe frenar la especulación, afirmó que los mercados no reaccionaron positivamente y que "... hace falta una fuerte consolidación fiscal y fuertes reformas estructurales"⁷².

Hoy no parece aventurado sostener la posibilidad de desaparición del euro o su subsistencia reducida solamente con el cambio de las reglas. El 8 de junio, el director del área de Deuda Soberana de Moody's, Pierre Cailleteau, calificó como ineficiente la gestión de la crisis, que convirtió la crisis financiera de deuda soberana en una crisis económica. Sostiene que se necesita una flexibilidad en los mercados, de precios y laborales, una regulación contracíclica y buenas prácticas de gestión de la crisis⁷³. El 16 de junio en Estados Unidos, existían opiniones pesimistas, una de ellas fue expresada por el responsable de la firma Pointon York, quien sostuvo que el proyecto del euro había llegado a su fin debido a la crisis de deuda soberana en Europa, afirmó que "No puedes mantener vivos a los muertos. Puedes sentarlos en una silla y hacer como que están vivos, pero todo el mundo sabe que no lo están"⁷⁴. Comparte la misma opinión el grupo francés AXA, que afirma "que la zona del euro se partirá por la mitad o se desintegrará directamente", descartando que el plan de rescate de € 750,000 millones lo evite ya que es considerado solamente como un alivio temporal⁷⁵.

En resumen si el PUI fracasa el AE podría dividirse, hecho que significaría un retroceso en el camino de la integración europea, que no es solamente económica, sino también política.

Conclusión

La crisis de deuda soberana que experimenta Grecia, podría contagiar a los países más endeudados del área de euro que, de forma recurrente, incumplieron las normas fiscales respecto al déficit fiscal y a la deuda pública. Si bien las autoridades europeas conformaron, luego de una extendida demora el PUI, su actuación no es convincente y genera más dudas que certezas. La situación financiera de Europa se deterioró más debido al excesivo tiempo que tomó la constitución del PUI. Las principales bolsas de valores del mundo experimentaron desplomes abruptos que profundizaron su tendencia declinante. También el euro se depreció respecto al dólar luego de ocho años de permanente apreciación.

69 www.bbcmundo.co.uk (10/may/2010).

70 www.eleconomista.es (27/ene/2010).

71 www.eleconomista.es (27/ene/2010).

72 www.finanzas.com (12/jun/2010).

73 www.eleconomista.es (8/jun/2010).

74 www.eleconomista.es (16/jun/2010).

75 www.eleconomista.es (16/jun/2010).

Un problema fundamental en la actuación del PUI en relación a Grecia, es que en ningún momento se ha planteado reestructurar la deuda. No existiendo un plan de reestructuración, las inyecciones de liquidez no solucionan el problema de solvencia.

Asumiendo que el PUI no logre su objetivo de restablecer la confianza, es decir que todos los planes de rescate fracasen, varios analistas coinciden en afirmar que el área del euro podría desintegrarse y estar circunscrito solamente a un grupo de países con solvencia fiscal.

Bibliografía

- Banco Central Europeo. Boletín Mensual. Marzo, 2009.
- BBC Mundo (www.bbcmundo.co.uk).
- Carlos Parodi. *Globalización y crisis financieras internacionales: causas hechos, lecciones e impactos económicos y sociales*. Lima, Universidad del Pacífico, 2001.
- Charles P. Kindleberger. *Manías, pánicos y cracs. Historia de las crisis financieras*. Buenos Aires, Ariel, 1993.
- _____ . *La crisis económica, 1929-1939*. Barcelona, Crítica, 1985.
- _____ . *Historia financiera de Europa*. Barcelona, Crítica, 1988.
- Centro Alemán de Información (www.alemaniparati.diplo.de).
- Diario El País (www.elpais.com).
- Diario económico El Economista (www.eleconomista.es)
- Diario La Tercera (www.latercera.com).
- Estefanía, Joaquín. "Nadie se fía de nadie (otra vez)". En: www.elpais.com, 14 de junio de 2010
- Fondo Monetario Internacional. *Perspectivas de la economía mundial. Mayo de 1998*. Washington, FMI, 1998.
- _____ . *Perspectivas de la economía mundial. Sustentar la recuperación. Octubre de 2009*. Washington, 2009.
- Joseph A. Schumpeter. *Historia del análisis económico*. Barcelona, Ariel, 1971.
- Santiago Fernández de Lis. La crisis "subprime" y el préstamo de última instancia. Madrid. Real Instituto Elcano. (Mayo, 2008). El libro de Bagehot Lombard Street fue publicado en 1873.
- Radio Francia Internacional (www.espanol.rfi.fr).
- Rodolfo García. "Sistema financiero europeo y la nueva moneda". En: Eugenia Correa y Alicia Girón (coordinadoras). *Economía financiera contemporánea*. v. III. México, 2004.
- Ruskin, Alan "Cinco razones por las que el euro seguirá deprimido, pese a los millones de Europa". En: www.finanzas.com, 12 de mayo de 2010.
- Wall Street Journal (www.wsj.com).



Fundación Milenio

www.fundacion-milenio.org

fmilenio@entelnet.bo

milenio.bo@gmail.com

Telf.: (591-2) 2312788

Fax: (591-2) 2392341

Casilla: 2498