

Resumen

En este trabajo se analiza la actual crisis financiera con el objetivo de plantear una propuesta para solucionarla. Para ello, se revisa la literatura de las crisis de deuda de la historia con el fin de extraer el marco conceptual necesario para analizar la crisis europea. En los países desarrollados no hay referentes de este tipo de crisis que tengan esta magnitud y este carácter sistémico y global, por lo que se ha elegido la crisis de deuda de países emergentes en los años ochenta como principal referencia para extraer conclusiones prácticas de las causas de la crisis, de su gestión y de su resolución.

Palabras clave: crisis de la deuda, restricción de crédito, deflación, Eurozona, Grecia.

Abstract

In this paper we analyze the current financial crisis in order to make a proposal for settlement. To do this, we will revise the literature of the debt crisis in history in order to extract the necessary conceptual framework for analyzing the European crisis. In developed countries there are no benchmarks for this type of crisis with this magnitude and global and systemic nature. So the debt crisis in emerging countries in the eighties has been chosen as the main reference to draw practical conclusions on the causes, management and resolution of the crisis.

Key words: debt crisis, credit crunch, deflation, Eurozone, Greece.

JEL classification: G00, H63.

CRISIS DE LA DEUDA EUROPEA: ¿CRISIS DE EMERGENTES O DE SUMERGIDOS?

José Carlos DÍEZ

Intermoney y Universidad de Alcalá

Al final de cada siete años, deberás cancelar tus deudas... el séptimo año está al llegar. Del extranjero demandarás el reintegro: mas lo que tu hermano hebreo tuviere tuyo, lo perdonará tu mano. Deuteronomio 15:1-9

I. INTRODUCCIÓN

EN este trabajo se analizará la actual crisis financiera con el objetivo de plantear una propuesta para solucionarla. Para ello, se hará una revisión a la literatura de las crisis de deuda de la historia con el fin de extraer el marco conceptual necesario para analizar la crisis europea. En los países desarrollados no hay referentes de este tipo de crisis que tengan esta magnitud y este carácter sistémico y global, por lo que se ha elegido la crisis de deuda de países emergentes en los años ochenta como principal referencia para extraer conclusiones prácticas de las causas de la crisis, de su gestión y de su resolución.

En el apartado II se realiza una revisión de la literatura con el fin de establecer unos hechos estilizados de esta tipología de crisis. En el apartado III se estudia la crisis de la deuda en los países emergentes que comenzó en 1982, y llevó a lo que se denominó «una década perdida de crecimiento». Se estudia el origen y las causas de la crisis, la dinámica de ajuste y resolución, y final-

mente se extraen las principales lecciones para la crisis de la deuda europea. En el apartado IV se analiza la crisis de la deuda europea y sus causas particulares, al tratarse de una unión monetaria en un área no óptima y con falta de desarrollo institucional. Se hace una mención especial a la crisis griega y al efecto contagio de ésta sobre otras economías del área. En el apartado V se realiza una propuesta con medidas concretas para la resolución de la crisis. La crisis está en plan dinámica caótica y es aventurado sacar conclusiones sobre ella antes de conocer su resolución. No obstante, la urgencia de medidas para resolverla y la ausencia de evidencia empírica en la que basar los análisis obligan a este ejercicio. Para finalizar, en el apartado VI se resumen las principales conclusiones del trabajo.

II. GRANDES DEPRESIONES Y CRISIS DE DEUDA: HECHOS ESTILIZADOS

Irving Fisher compaginaba su cátedra en la Universidad de Yale con una empresa que se dedicaba al asesoramiento de inversiones. Unos días antes del 29 de Octubre de 1929, conocido como el Lunes Negro en Wall Street, publicó un informe en el que justificaba que la Bolsa estaba bien valorada por fundamentales. Al año siguiente, el índice Dow Jones había caído un 10 por 100, y Fischer consideró

que la Bolsa estaba barata e invirtió todo su patrimonio y el de su familia política. En los dos años siguientes la Bolsa cayó un 65 por 100 adicional y Fischer se arruinó. En Fisher (1933) reconoce su error y publica el estudio seminal de la teoría de la deflación de deuda y las grandes depresiones. Posteriormente, Torrero (2006) y Reinhart y Rogoff (2011) han profundizado en su tesis.

Hechos estilizados de las crisis de deuda

1) *Sobreendeudamiento*. Las crisis de deuda vienen siempre precedidas por periodos de exuberancia irracional (Shiller, 2003) en los que hay expectativas de que los precios de los activos seguirán subiendo indefinidamente, y el efecto riqueza es, por lo tanto, percibido como permanente, lo que favorece un aumento intenso del endeudamiento. En la gran recesión que comenzó en 2008 también se cumple esta regla. Estas expectativas suelen ir asociadas a mejoras tecnológicas y eventos que al principio justifican el crecimiento de los activos. Pero, en determinado momento, se activa el multiplicador financiero (Bernanke, 2007), y el sistema financiero acaba generando expectativas autorrealizables sustentadas por una burbuja de crédito. Minsky (1992), en su hipótesis de inestabilidad financiera, explica los incentivos del sistema financiero para provocar las crisis de crédito, y no es casual que el sobreendeudamiento suela coincidir con procesos de desregulación financiera.

2) *Deflación de activos*. En algún momento la situación se convierte en insostenible y cualquier evento activa la deflación

de deuda. La dinámica es caótica, determinista, pero cuando se activa el atractor, el caos pasa a ser no determinista. Dentro de una dinámica no determinista existe un orden, como nos enseñó Albert Einstein, pero el ser humano no es capaz de descifrarlo con las herramientas matemáticas de las que disponemos. No sabemos, cuándo se va a producir, cuál será el evento que lo provoque, cuál será la trayectoria que siga tras el evento y cuándo retornará a una senda de caos determinista en la que recobre cierta estabilidad y regularidad en su comportamiento. Hay también un hecho sociológico que se repite regularmente en las crisis de deuda. Antes del evento, siempre hay argumentos para justificar el caos, y todo el mundo afirma reconocer los desequilibrios y el sobreendeudamiento que causaron la crisis.

Cuando se activa la deflación de deuda y los precios de los activos comienzan a caer, el balance de las familias, las empresas o las instituciones financieras empieza a desequilibrarse. La deuda es nominal y normalmente mediante préstamo o emisiones de bonos; por lo tanto, es fija. Sin embargo, el activo del balance empieza a mermar y en el pasivo disminuye el capital. En este escenario, los agentes que financiaron la mayor parte de la compra del activo con deuda ven cómo su capital desaparece rápidamente, y enseguida entran en situación de quiebra y aumenta el riesgo de que incumplan sus compromisos de deuda. Por está razón, a este tipo de crisis se las ha denominado crisis de balance (Koo, 2008)

El caso de países y crisis de deuda soberana, que es el que vamos a analizar aquí, es particular y mucho más complejo. En

primer lugar, no hay una ley internacional de quiebras de países, por lo que ningún juez lo puede confirmar, ni hay procedimientos jurídicos para gestionarla, lo cual complica en exceso su resolución. Desde su creación en 1944, el Fondo Monetario Internacional (FMI) actúa como mediador, y aunque sus actuaciones han sido muy criticadas, han supuesto un gran avance, ya que anteriormente el conflicto acaba en una guerra. Los países también tienen un balance, pero nadie ha medido nunca el valor de su activo, que incluye el capital físico, humano e institucional acumulado. No obstante, no es aventurado pensar que el nivel de deuda pública y privada nunca llegue a suponer un elevado porcentaje del valor de su activo. Por lo tanto, conceptualmente, podemos afirmar que es poco probable que un país quiebre. El problema es que los países altamente endeudados suelen concentrar un alto porcentaje de su recaudación fiscal en financiación a corto plazo, y cuando se activa el evento y los inversores reducen su financiación, el país se ve obligado a suspender pagos y reestructurar su deuda.

3) *Crisis bancaria y restricción de crédito*. Cuando se activa la deflación de activos y los balances de los agentes o países entran en situación de insostenibilidad, aumenta la morosidad, y el sistema bancario también se ve afectado. La crisis erosiona la solvencia de las entidades y les genera problemas de liquidez, y ambos se acaban traduciendo en restricción de crédito.

En la crisis actual, el contagio ha sido más fulminante que en crisis anteriores. Ésta es la primera crisis de crédito que se ha formalizado en activos, principal-

mente mediante el mecanismo de la titulización. Además, tras un intenso proceso de globalización y desintermediación, los activos estaban en manos de millones de inversores. Antes, las crisis de crédito se resolvían en una sala privada entre banqueros y supervisores. Ahora se resuelven por Internet, con información en tiempo real.

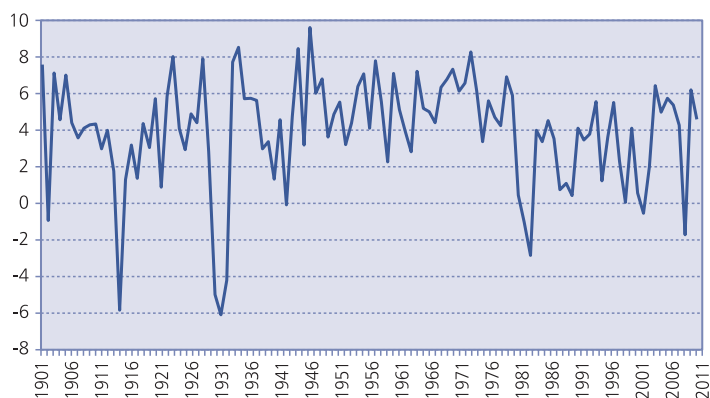
4) *La restricción de crédito provoca depresión y deflación.* El colapso del canal crediticio dificulta el proceso de acumulación de capital, y frena en seco la inversión empresarial y el consumo de bienes duraderos por parte de las familias, lo cual supone aproximadamente el 25 por 100 del PIB de los países desarrollados. La economía entra en recesión y aumenta la morosidad, lo cual descapitaliza aún más a la banca, que además se ve forzada a vender activos, lo cual profundiza la deflación de la deuda. En esta dinámica, las economías entran en un círculo vicioso que deriva en depresión y en deflación por la intensa contracción de la demanda efectiva.

III. LA CRISIS DE LA DEUDA EMERGENTE EN LOS OCHENTA

1. Origen y gestión de la crisis

En el gráfico 1 se puede observar cómo los países de Iberoamérica también sufrieron los efectos de la gran depresión, pero con mucha menor intensidad que en EE.UU. y en los países europeos. No obstante, tras la Segunda Guerra Mundial vivieron un periodo de esplendor económico, con crecimientos promedios del 6 por 100 del PIB, pero en 1982 aterrizaron bruscamente. En 1973, la crisis del petróleo

GRÁFICO 1.
IBEROAMÉRICA: PRODUCTO INTERIOR BRUTO
(Tasa de variación anual, en porcentaje)



Fuente: Groningen Growth and Development Center.

se expandió al resto de materias primas, lo cual benefició mucho a los países emergentes, ya que eran exportadores de éstas. La crisis generó el antecedente de los actuales desequilibrios globales. Los países productores de materias primas, principalmente Oriente Medio, comenzaron a acumular elevados superávits por cuenta corriente que necesitaban invertir. Japón y Alemania, dos países muy exitosos en su proceso de industrialización e internacionalización, también acumularon superávits por cuenta corriente crónicos que también necesitaban invertir. Los países emergentes partían de bajos niveles de capital físico, humano y social, y tenían grandes necesidades de inversión, por lo que el maridaje era perfecto. La desregulación financiera y la eliminación progresiva, desde los años sesenta, de los controles a los movimientos de capital favorecieron enormemente el proceso de canalización del ahorro a proyectos de inversión. Los ahorradores demandaban inversiones seguras, y la banca internacional, principalmente la estadounidense, fue el

intermediario entre los ahorradores y los gobiernos de países emergentes que tomaron una posición activa en el desarrollo de sus países.

En 1979, la segunda crisis del petróleo provocó una profunda recesión en los países desarrollados y bajó su demanda de fondos prestables internacionales, desviando esos flujos hacia países emergentes. Brasil, México y Argentina fueron los mayores demandantes de crédito. En diciembre de 1979, la banca internacional tenía concedidos créditos a estos tres países por valor de 56.600 millones de dólares, y en diciembre de 1981 eran ya 104.500 millones, casi el doble en tan sólo dos años (Sachs, 1989). El paradigma ideológico favoreció el proceso. Dos citas ayudarán a contextualizarlo. Milton Friedman, premio Nobel de economía, ante la pregunta de un periodista sobre los excesivos riesgos que la banca americana estaba concentrando con gobiernos de países emergentes respondió «esa no es ninguna preocupación, es un problema

puramente privado». Y Walter Wriston, presidente de Citicorp en 1981, «los países nunca quiebran».

La recesión comenzó en EE.UU. en enero de 1980. La Fed bajó los tipos desde el 14 por 100 en enero hasta el 9 por 100 en julio, y ese mes la economía comenzó a crecer de nuevo. La recesión tan sólo duró seis meses, convirtiéndose en la más corta desde 1857. El problema fue que la fase de recuperación se iniciaba con tasa de inflación de dos dígitos, algo inédito en la historia de EE.UU. Paul Volcker se apoyó en las propuestas monetaristas y pasó a fijar un objetivo cuantitativo de crecimiento de la cantidad de dinero, dejando que el tipo de interés fuera la variable de ajuste. Como se observa en el gráfico 2, los tipos pasaron del 9 por 100 en julio de 1980 al 19 por 100 en enero de 1981, y se mantuvieron próximos al 20 por 100 hasta el verano, provocando la recesión más profunda y más larga desde la Gran Depresión. Estos tres países (Brasil, Méjico y Argentina) tenían buena parte de sus pasivos exteriores denominados en dóla-

res y eran extremadamente sensibles a las condiciones monetarias en EE.UU. En palabras de un alto responsable de política económica de América Latina: «Volcker mató la inflación, pero también mató a América Latina». Los tipos de interés se situaron muy por encima del crecimiento de las exportaciones y la deuda entró en insostenibilidad.

En agosto de 1982, Méjico anunció que incumpliría pagos de su deuda externa y, a continuación, le siguieron la mayoría de países emergentes altamente endeudados de América Latina, África y Asia. Ángel Gurría, actual director de la OCDE, era el representante de Méjico en las negociaciones. La primera reacción fue concentrar todos los análisis y las culpas en los países deudores y en sus desequilibrios macroeconómicos, especialmente de sus finanzas públicas, y refinanciarles la deuda a cambio de condicionalidad y profundos planes de ajuste liderados por el FMI. La financiación la seguía facilitando la banca acreedora, pero fue necesaria la apertura de líneas extraordinarias en la Fed. La realidad era

que si la banca americana declaraba los créditos en mora y tenía que provisionarlos entraba en quiebra técnica, y eso fue lo que forzó la reacción de la Fed. En 1985, los países seguían en crisis y la ratio de deuda externa sobre exportaciones había aumentado. En EE.UU., la Fed presionaba al Gobierno para que le diese una solución al problema, ya que las líneas de liquidez reducían el margen de su política económica dirigida a contener la inflación. La reacción fue el Plan Brady, que consistía en créditos que el Gobierno de EE.UU. concedía a los países deudores con la condición de que fueran destinados para atender el servicio de la deuda con los bancos americanos. Por lo tanto, el tratamiento seguía siendo dotar de liquidez al deudor y refinanciar sus créditos para evitar declararlos en mora, reconocer la quiebra de los bancos y tener que recapitalizar éstos con dinero del contribuyente estadounidense. Recordemos que la crisis de la deuda fue coincidente con la de las cajas de ahorros en EE.UU., que tuvo un coste para los contribuyentes del 4 por 100 del PIB de la época. En 1987, Carlos Salinas de Gortari, candidato a la presidencia de Méjico, afirmó: «Si no crecemos, no pagamos». Aquello precipitó el proceso y dio lugar al Plan Brady. El Plan Brady afrontaba los problemas de solvencia con una reestructuración de la deuda para retornarla a la senda de sostenibilidad. Si los deudores aceptaban las condiciones de la reestructuración, los países endeudados canjearían préstamos por bonos que tendrían la garantía implícita del Tesoro de EE.UU. Las negociaciones fueron extremadamente complejas, ya que los acreedores tenían dudas sobre la capacidad de pago tras la reestructuración, en la que tenían que aceptar una quita.

GRÁFICO 2
TIPOS DE INTERÉS OFICIALES DE LA FED



Fuente: Reserva Federal.

Se ofrecieron tres tipos de bonos en los que se alargaban los plazos de devolución, se recortaban significativamente los tipos de interés, se ofrecían cadencias de pago a corto plazo y se aplicaba una quita sobre el principal del préstamo. Todos estos cambios supusieron un descuento en valor presente de los bonos próximo al 35 por 100. Los bonos salieron a cotizar al mercado en 1989. Al principio no tuvieron mucha aceptación, pero en menos de seis meses registraron una fuerte demanda inversora atraída por la elevada rentabilidad y la garantía implícita del Tesoro de EE.UU. Una vez más, se demuestra que la codicia de los inversores es mayor que su memoria y que hay vida después de que un país incumple pagos (Borensztein y Panizza, 2008). La mayoría de los bonos se emitían a la par por el valor de la deuda y se permitían a la banca acreedora ventanas para materializar la pérdida de manera progresiva en los tres años siguientes, lo cual fue clave para acabar con el temor al efecto contagio de una crisis sistémica. Los países también tenían ventanas de amortización de deuda anticipada. Paralelamente a las negociaciones privadas, los estados acreedores crearon el Club de París, dirigido por Jean Claude Trichet, en el que negociaban de manera conjunta con los países deudores. En el caso de América Latina, EE.UU. era el principal acreedor a través de sus bancos, junto con Japón, y siguió una estrategia de negociación individual caso a caso. Hubo intentos de Brasil, Méjico y Argentina para crear un sindicato de deudores y tener más fuerza en las negociaciones, pero la diplomacia consiguió un acuerdo bilateral con Méjico y también se consiguió negociar bilateralmente con los otros dos países, aumentando su poder de negociación.

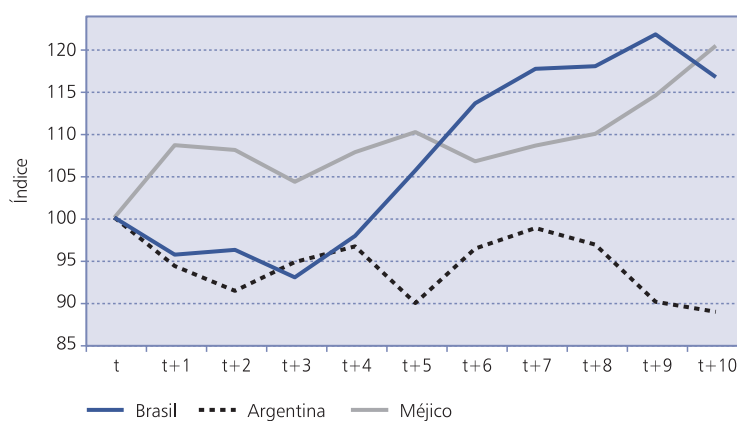
Los países se liberaron de la austeridad fiscal y las economías retornaron a una senda de crecimiento sostenido, lo cual mejoró su capacidad de pago. De nuevo, los precios de las materias primas volvieron a aumentar y los tipos de interés empezaron a caer en EE.UU. Ambas perturbaciones exógenas ayudaron a aumentar el valor de sus exportaciones y la deuda volvió a entrar en sostenibilidad. Las condiciones de los bonos Brady eran significativamente más favorables que las de los créditos originales refinanciados. No obstante, en 1992 los tipos de la Fed cayeron al 3 por 100, y los países pudieron acceder de nuevo a los mercados internacionales a financiarse a tipos de interés más favorables que los de los bonos Brady. Por esta razón, en 1996 Méjico amortizó el 100 por 100 de sus bonos Brady veinte años antes de su vencimiento.

2. Dinámica de ajuste y salida de la crisis

En 1982, los modelos anticipaban una recesión suave y una

pronta recuperación. Con este escenario, la deuda era sostenible y el tratamiento era de mayor provisión de liquidez. La realidad fue una década perdida en América Latina. En el gráfico 3 se puede observar cómo la economía se frena en seco. Brasil tardó cuatro años en iniciar una fase de recuperación, Méjico estuvo ocho años estancado y Argentina tenía un PIB un 10 por 100 inferior al de 1981 una década después. El cierre de la financiación exterior forzaba al país a eliminar su déficit por cuenta corriente, y el camino era un aumento del ahorro y un desplome de la inversión. El frenazo provocó una crisis bancaria, y la restricción de crédito llevó a las economías a la depresión. Se produjo una intensa depreciación del tipo de cambio, que acentuaba el aumento de la deuda externa denominada en dólares. Las tres eran economías con mucha dependencia de las importaciones, y la depreciación del tipo de cambio acabó generando hiperinflación en Brasil y Argentina e inflación galopante en Méjico. La teoría es que la devaluación fa-

GRÁFICO 3
PRODUCTO INTERIOR BRUTO (t=1982)



Fuente: FMI.

vorece el traslado de capital y trabajo del sector de bienes no transables al de bienes transables y las economías salen de la crisis vía exportaciones. El problema es que al colapsar el sistema bancario, la falta de crédito limita la capacidad de trasvasar capital y de acometer nuevas inversiones, por esta razón, el ajuste es con fricciones, y las economías se mantienen durante muchos años alejadas de su senda de crecimiento potencial.

En esta dinámica tan extrema, la solución fisheriana de re-flotar la deuda con inflación es condición necesaria, pero no suficiente. El elevado endeudamiento en moneda extranjera, junto con la fuga de capitales, limita la capacidad del banco central para utilizar la política monetaria para estabilizar la deflación de deuda y evitar la crisis bancaria. Cuando los inversores internacionales ven aumentar la cantidad de dinero en circulación, aumentan sus expectativas inflacionistas y deshacen posiciones en el país, incrementando la restricción de crédito y la depresión. Si el banco central prosigue en la financiación del Estado o del sistema bancario para evitar su quiebra, la dinámica acaba en hiperinflación. La hiperinflación aumenta significativamente la incertidumbre, frena la acumulación de capital y lleva al estancamiento. Además, la hiperinflación hace que la capacidad adquisitiva del ahorro acumulado desaparezca, y eso dificulta aún más la financiación de la inversión y favorece el colapso de las economías. Por esta razón, es necesaria la reestructuración de la deuda para retornar a la estabilidad y liberar al país de la restricción de crédito, que es la principal limitación del crecimiento (Reinhart y Rogoff, 2011).

3. Lecciones aprendidas

1) *La euforia financiera desborda al final.* Las dinámicas de endeudamiento comienzan siempre con fundamentos económicos que las justifican, pero en los momentos finales, previos al evento que las desencadena, las dinámicas se alejan de los fundamentos. Tanto deudores como acreedores pierden el sentido de la realidad y se incumple uno de los principales principios de prudencia bancaria: «nunca le debes dar un crédito a quien no va a poder pagar».

2) *Negación de la realidad.* Es determinante la detección precoz y la intervención quirúrgica urgente. El problema es que una reestructuración con quita de deuda supone reducir el pasivo, y alguien tiene que perder en el activo. Y luego, cuando se consigue equilibrar el balance, ha desaparecido el capital y alguien tiene que reponerlo. En último término, siempre se acaba socializando deuda y es al contribuyente de los países acreedores al que le toca pagar parte de los destrozos. Por esta razón, tanto los acreedores privados como sus gobiernos tienen incentivos para no cooperar al principio e imponer fuertes medidas de austeridad que hagan recaer toda la carga sobre el deudor. Si tiene éxito la estrategia, el coste para el contribuyente sería cero. El soporte técnico se apoya en que la economía deudora volverá a crecer pronto. La realidad es que la crisis de deuda y la restricción de crédito las impide crecer y, cuando se interviene, los activos del país se han devaluado significativamente y la quita es mucho mayor que si se hubiera intervenido rápidamente.

3) *Deudores versus acreedores.* Un problema de deuda siem-

pre es dual, ya que los deudores son responsables por sobreendeudarse y los acreedores por financiarles cuando las dinámicas son insostenibles. Sin embargo, ambos culpan al otro de la crisis. Los deudores siempre culpan a perturbaciones exógenas y a la especulación financiera de la crisis, y los acreedores siempre culpan a las políticas económicas domésticas y a los desequilibrios de las economías endeudadas de la crisis. Existen incentivos perversos, tanto para acreedores como para deudores, a no cooperar, y el juego acaba en un dilema del prisionero en el que no cooperan, y los costes para los contribuyentes de ambas partes son significativamente mayores que en el escenario cooperativo.

4) *Hay vida tras una crisis de deuda.* Para no aceptar la realidad de la insostenibilidad de la deuda y la reestructuración, se apela al miedo, creando escenarios apocalípticos. La realidad es que la reestructuración de la deuda supone el repudio de los inversores internacionales y tiene costes sociales para el deudor, pero cuando la deuda retorna a la senda de estabilidad y la economía vuelve a crecer éste vuelve a acceder a la financiación internacional (Borensztein y Panizza, 2008). Si la reestructuración se produce con apoyo financiero del FMI y un plan de ajuste y de reformas, el plazo medio de retorno a la financiación internacional es de dos años.

IV. LA CRISIS DE LA DEUDA EUROPEA

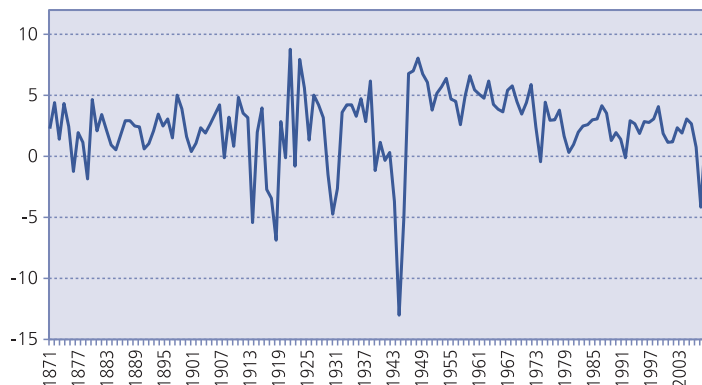
1. Causas y tipología de crisis

El origen de la crisis europea es la gran recesión y la crisis financiera que comenzó a dar sus

primeros síntomas en 2007. En Europa ha habido sobreinversión previa, y también ha habido deflación de deuda, que comenzó por la crisis *subprime* y acabó siendo generalizada tras la quiebra de Lehman. Para hacer frente a la gran recesión y para evitar la quiebra del sistema bancario, los países europeos aumentaron significativamente sus déficits y su deuda pública, por lo que también ha habido socialización de deuda privada, como sucedió en la crisis de los países emergentes. El tratamiento de la crisis ha sido como una crisis fiscal, pero realmente nos encontramos ante una crisis de deuda y con riesgo de degenerar en una depresión económica. Como se observa en el gráfico 4, hacía siete décadas que no se producía una crisis de esta magnitud, y se pensaba que ya era una patología de países emergentes.

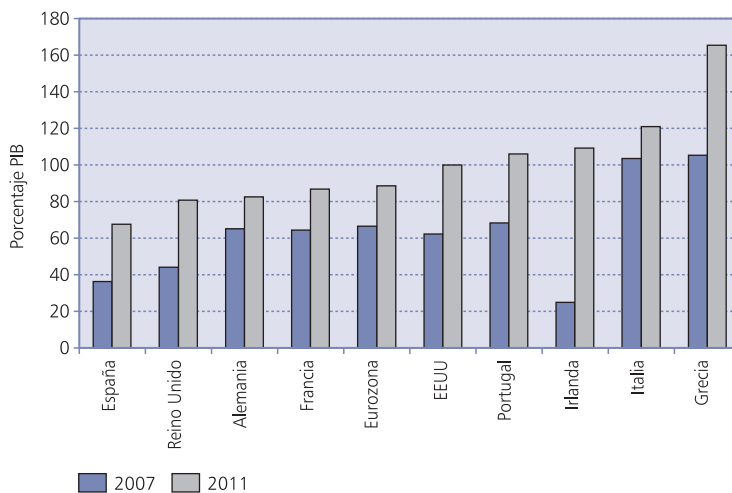
1) *Crisis fiscal*. En el gráfico 5 se puede observar cómo el conjunto de la Eurozona tiene una deuda pública inferior a la de EE.UU., y similar a la de Reino Unido, por lo que la crisis fiscal no es un hecho diferencial que ayude a explicar esta crisis. Es cierto que los países que han sido intervenidos, Grecia, Irlanda y Portugal, son países con altos niveles de deuda pública. Pero España es un país que se está viendo afectado a pesar de tener 21 puntos porcentuales (p.p.) de deuda pública inferior al promedio europeo, o 33 p.p. inferior a EE.UU. Se habla de que España tiene un elevado nivel de endeudamiento de empresas y familias y un alto déficit por cuenta corriente, pero esas también son características coincidentes con EE.UU. y, sin embargo, los tipos de la deuda pública estadounidense están en mínimos históricos. Por lo tanto, es evidente que la crisis fiscal es un componente

GRÁFICO 4
PRODUCTO INTERIOR BRUTO UE 15
 (Tasa de variación anual, en porcentaje)



Fuente: Groningen Growth and Development Center.

GRÁFICO 5
DEUDA PÚBLICA BRUTA
 (En porcentaje sobre el PIB)



Fuente: FMI.

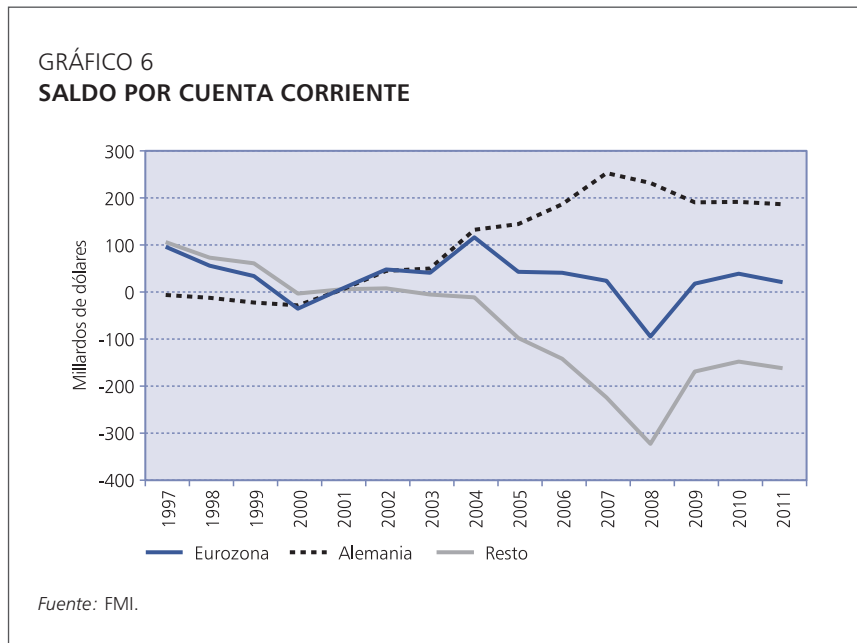
fundamental para entender la crisis europea, pero no es el único.

2) *Desequilibrios locales*. La Eurozona es una economía con un mercado de 328 millones de consumidores y con fuerte co-

mercio interior, equilibrio en su balanza por cuenta corriente y bajo nivel de deuda externa; a diferencia de EE.UU., que tiene un déficit por cuenta corriente crónico, por su baja tasa de ahorro estructural, y es una economía

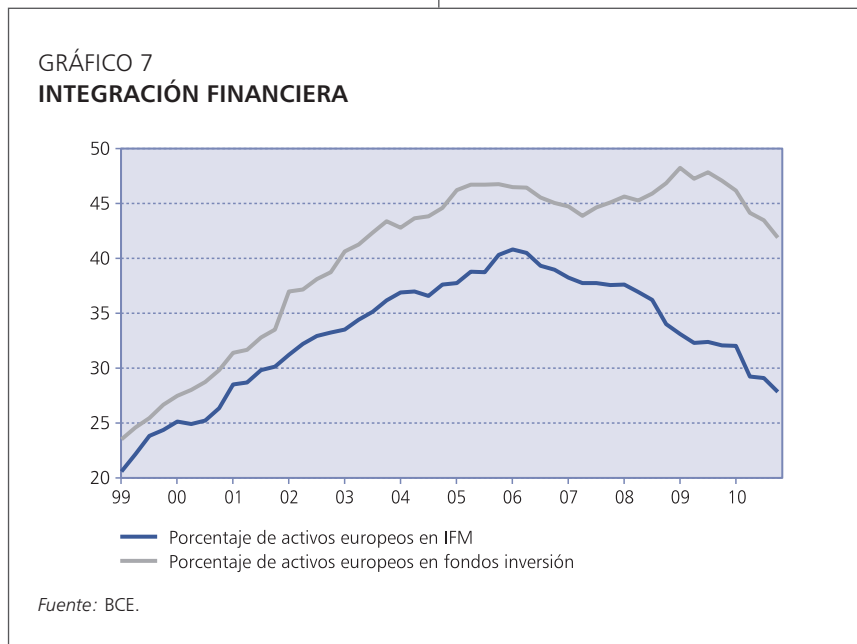
dependiente de la financiación externa. Sin embargo, la Eurozona es una economía con fuertes desequilibrios locales. En el gráfico 6 se puede comprobar cómo hay un país, Alemania, que tiene superávit estructural por cuenta corriente, mientras el resto tiene un déficit corriente casi equivalente. Antes del nacimiento del euro, Alemania tenía equilibrio externo y el resto de países superávit. En 1999, se inicia formalmente la unión monetaria, que coincide con una grave crisis de deuda en Alemania postunificación. Alemania hizo un enorme esfuerzo en su proceso de unificación, especialmente en las regiones del Este, donde, en 1989, la productividad y los salarios eran un 70 por 100 inferiores a los del Oeste. Alemania optó por la conversión de un marco del Este por uno del Oeste para los ahorros de las familias y por sacar de la contabilidad nacional las cuentas de las empresas. Aquella decisión no tuvo mucha incidencia sobre los déficits públicos ya que no retornaron las empresas a la contabilidad nacional hasta que acabó el proceso de reestructuración, pero el impacto sobre la deuda pública y sobre la inflación fue muy intenso. Aquel proceso acabó con una grave crisis de deuda y depresión económica, de la que Alemania pudo salir gracias a las exportaciones que realizaba dentro de la Eurozona, donde concentra dos terceras partes de su superávit exterior.

3) *Desintegración financiera.* Los superávits germanos tuvieron que invertirse en activos fuera de Alemania, como sucedió con el reciclaje de los petrodólares en la crisis de los ochenta, y fueron una de las causas principales de la burbuja de crédito de la última década. Este proceso coincidió con el problema de desequilibrios globales y explicó la mayor bur-



buja de crédito global desde los años veinte. En Europa coincidió con el proceso de unión monetaria, que fue acompañado de un intenso proceso de integración financiera. Al eliminar el riesgo cambiario y tener un banco central único, los inversores europeos aumentaron el porcentaje de activos de otros países del área en sus balances. En el gráfico 7 se

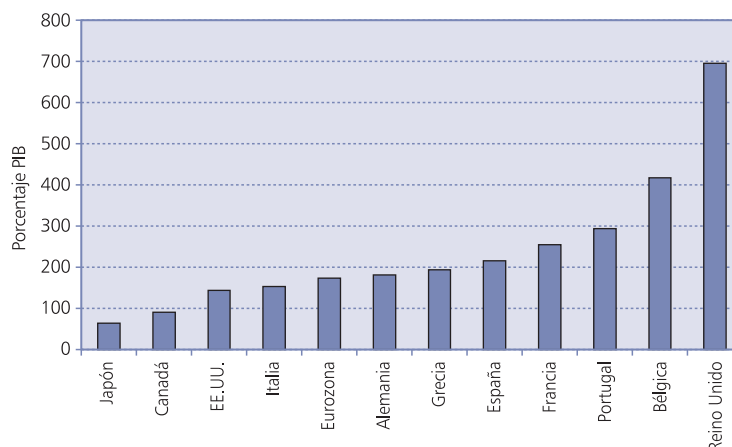
puede observar cómo las entidades financieras y los fondos de inversión pasaron de tener aproximadamente un 20 por 100 de sus activos invertidos en otros países al 45 por 100 y el 40 por 100, respectivamente. El inversor analiza la rentabilidad-riesgo de cada activo independientemente de la nacionalidad de su emisor. Los graves problemas de solven-



cia de la banca alemana y los déficits públicos crónicos germanos en la década anterior favorecieron el proceso de integración financiera.

La crisis financiera que comenzó en 2007 frenó el proceso de integración, y la crisis de la deuda que comenzó en 2009 ha iniciado un proceso de desintegración financiera. Detrás del proceso subyace la pérdida de confianza de los inversores en la garantía implícita del euro y la posibilidad de una ruptura del proceso de unión monetaria que traería asociado, de nuevo, riesgo cambiario. Esto justifica que haya un exceso de demanda de fondos prestables alemanes, la moneda que registraría una apreciación, por la repatriación del ahorro de sus ciudadanos, y un déficit de fondos prestables de países que aumentaron significativamente su endeudamiento en la última década. Pero el principal problema no es la financiación de los flujos y los desequilibrios locales; más problemático es refinar los vencimientos del *stock* de deuda externa de los países de la Eurozona. En el gráfico 8 se puede observar cómo los pasivos exteriores de la Eurozona superan a los de EE.UU. Sin embargo, la mayor parte de los pasivos europeos están denominados en euros y en manos de inversores europeos, mientras en EE.UU. los pasivos están denominados en dólares, pero en manos de inversores internacionales. En EE.UU. los inversores tienen sus balances en otras divisas diferentes al dólar y, por lo tanto, tienen que asumir riesgo cambiario en sus inversiones en deuda americana. En el caso europeo, un inversor alemán que ha comprado bonos italianos no asume riesgo cambiario, siempre que el proyecto de integración monetaria europea no esté en cuestión. Si

GRÁFICO 8
DEUDA EXTERNA BRUTA
(En porcentaje sobre el PIB)



Fuente: Fondo Monetario Internacional.

algún país abandona la moneda única, introduce una nueva moneda en circulación y mantiene su deuda denominada en euros, ésta aumentaría en la misma proporción que la depreciación de su divisa. En esas situaciones, como sucede en los países emergentes, la deuda entra en insostenibilidad, y el país acaba reestructurando su deuda. Este riesgo es clave para entender la crisis de la deuda europea. La falta de compromiso y los problemas de gobernanza que ha demostrado Europa desde 2009 son un foco que genera gran incertidumbre. El proceso de desintegración hace que el endeudamiento sea insostenible y fuerza un desapalancamiento acelerado que activa la deflación de deuda, la crisis bancaria y, si no se le pone freno, acabará en depresión y en deflación.

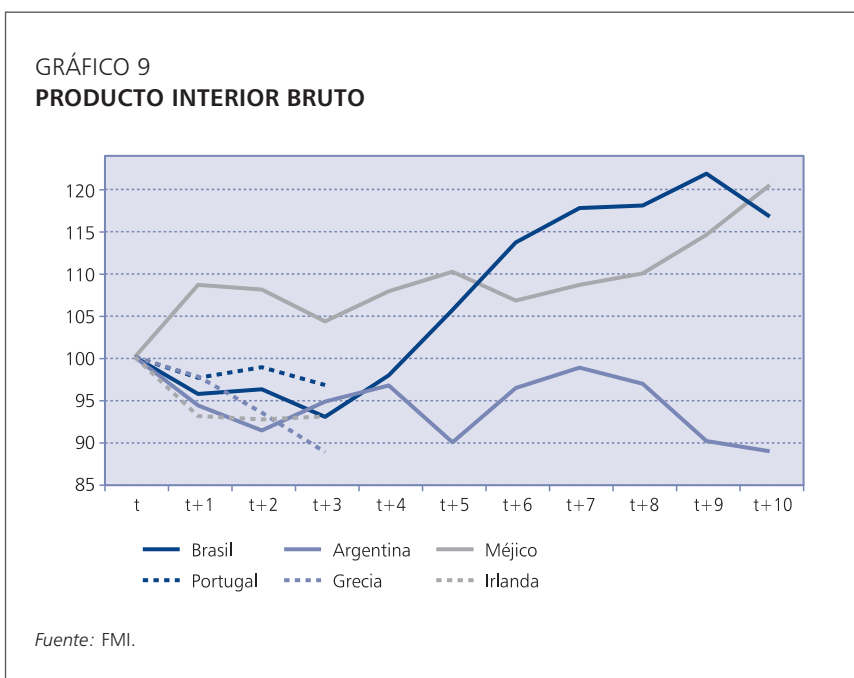
2. La crisis griega

En el otoño de 2009 el nuevo Gobierno de Georgios Papandreu accede al poder y aflora dé-

ficit público oculto. Grecia tiene una renta por habitante muy superior a la de los países de Iberoamérica en 1982, por lo que, aunque es una crisis de la misma tipología, es necesario ser cuidadosos con el análisis comparado. Los griegos tienen tradición de gestión imprudente de sus finanzas públicas, y no es casual que tuvieran que incorporarse al euro en 2001, dos años después del resto de socios. El país heleno no ha cumplido ningún año el compromiso de tener un déficit inferior al 3 por 100. Pero desde 2005 hasta 2010 la ocultación fiscal supuso 25 puntos de PIB de mayor déficit acumulado que el declarado. El proceso de transparencia del nuevo Gobierno hizo aumentar significativamente la deuda pública, creó dudas razonables sobre la capacidad del país para reducir un déficit público de dos dígitos, provocó una fuga de capitales, un fuerte aumento de los diferenciales de tipos de interés de la deuda griega sobre los bonos alemanes y serios problemas de financiación.

En Mayo de 2010, Grecia solicitó formalmente un plan de ayuda a sus socios europeos. Los tratados europeos no contemplaban este tipo de planes, y no había mecanismos institucionales establecidos, por lo que hubo que improvisar. Los préstamos se formalizaron bilateralmente por los países socios y se decidió que el FMI también participara. Los préstamos estaban condicionados a un programa típico del FMI, pero en esta ocasión con la participación de la Comisión y del BCE. El programa cometió el error típico de infraestimar la contracción de la actividad y se articuló inicialmente para atacar una crisis de liquidez, pero no de solvencia. Al igual que en la crisis de los ochenta, primero el BCE prestó a la banca para refinanciar a los deudores, luego el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF, por sus siglas en inglés) prestó a los deudores para que siguiesen pagando a los bancos, principalmente alemanes y franceses, y en el verano de 2011 hemos entrado en la fase de reestructuración de deuda, pero aún no ha finalizado.

En el gráfico 9 se puede observar cómo la caída acumulada del PIB griego desde 2008 supera el 10 por 100, con una senda similar a la de Argentina en 1982; por lo tanto, podemos hablar de una depresión económica en toda regla. La economía tenía en 2007 una brecha de producción sobre el crecimiento potencial de ocho puntos, y en 2011 acabará con una brecha negativa próxima a tres puntos. Por lo tanto, ha pasado de una dinámica muy inflacionista previa a la crisis a una deflacionista en la actualidad. Los duros programas de ajuste han permitido reducir el déficit público primario, antes del pago de intereses, del 10 por 100 del PIB en 2009 a niveles próximos al 2 por



100 en 2011. No obstante, el crecimiento exponencial de la deuda y los elevados tipos de interés explican que el servicio de intereses de la deuda pública esté próximo al 7 por 100 del PIB. Grecia está renovando su deuda con los créditos de sus socios a tipos próximos al 5 por 100. Los tipos de su deuda en el mercado están próximos al 25 por 100 en los vencimientos a diez años y próximos al 100 por 100 en los vencimientos a dos años. Los inversores descuentan una probabilidad de impago de la deuda próximo superior al 80 por 100. Por lo tanto, su servicio de la deuda es claramente insostenible, pero está subvencionado. En este escenario, la reestructuración es inevitable, y tras las lecciones aprendidas de las crisis anteriores, ya se debería haber acometido. Es determinante no prolongar más la agonía de la sociedad griega, ya que sólo se conseguirá deteriorar aún más el valor de sus activos y su capacidad de pago, lo cual acabará aumentando el coste para los acreedores, principalmente alemanes y franceses.

Ante la depresión de su demanda interna, las empresas griegas han buscado en la demanda externa su negocio. Las exportaciones acabarán 2011 con un crecimiento con respecto a 2010 próximo al 7 por 100, pero sigue sin recuperar los niveles de 2008. Las importaciones acumulan una caída del 30 por 100 con respecto a 2008, pero aún así el país sigue teniendo un déficit por cuenta corriente próximo al 8 por 100, uno de los más elevados del mundo. El servicio de la deuda externa es un 4 por 100 del PIB; por lo tanto, Grecia sigue invirtiendo por encima de su tasa de ahorro. La tasa de ahorro privada es del 14 por 100 del PIB, inferior al promedio europeo, pero su elevado déficit público es el que explica los déficits gemelos: el exterior y el fiscal. La reestructuración debe suponer una rebaja considerable del servicio de la deuda pública para poder corregir estos desequilibrios. Pero, incluso después de la reestructuración, no será sencillo retornar la deuda a la senda de sostenibilidad. Grecia tiene una

productividad por hora trabajada un 35 por 100 inferior al promedio de la Eurozona. Los griegos están invirtiendo una tasa agregada del 12 por 100 del PIB, casi la mitad que la Eurozona; por lo tanto, la convergencia en productividad y las mejoras de competitividad con tasas tan bajas de inversión no serán posibles. Dentro del Euro, y sin poder devaluar la moneda, Grecia tiene muy complicado recuperar la competitividad perdida desde su entrada en el euro.

Desde diciembre de 2009, cuando comienza la tensión en los mercados de deuda pública griega y su contagio, los europeos han cometido todos los errores de crisis anteriores. Se ha negado la realidad, especialmente en Alemania. El Gobierno alemán comenzó la crisis en 2009 culpando a los griegos de haber implementado políticas fiscales irresponsables y con una postura dura, argumentando que los tratados no contemplaban ayuda financiera a países miembros. Dos años después, su Parlamento ya ha aprobado cuatro planes de ayuda, dos para Grecia. Para evitar la inevitable socialización de la deuda por parte de los contribuyentes, el Gobierno alemán propuso en noviembre de 2010 la participación privada en las reestructuraciones de deuda, pero hasta julio de 2011 no se ha aprobado un Plan. El Plan proponía que fueran los bancos y las aseguradoras los que asumieran el coste privado. El problema es que la reestructuración era voluntaria, sólo afectaba al 30 por 100 de la deuda pública griega y sólo suponía una quita en valor presente de los bonos del 21 por 100. El Plan fue mal recibido por los mercados, y en los siguientes meses la tensión financiera amenazó con otra crisis sistémica global similar, o incluso peor, que la

que provocó la quiebra de Lehman. En octubre, en otra cumbre extraordinaria, los líderes europeos aumentaron el porcentaje de la deuda en reestructuración al 50 por 100, y subieron la quita en valor presente al 50 por 100. El problema es que la reestructuración seguía siendo voluntaria y se hacía sin tener el acuerdo previo de la banca y las aseguradoras, como en julio.

En el momento de entregar este trabajo, se ha producido una crisis política ante la imposibilidad del Gobierno griego de conseguir apoyos en el Congreso para aprobar el compromiso de nuevos planes de ajuste asumido por Papandreu en la cumbre extraordinaria de Bruselas. Todo apunta a que un nuevo Gobierno pueda declarar el impago de la deuda para no asumir el coste político de más medidas de austeridad, ya que parece evidente que la sociedad griega ha traspasado la línea roja de su capacidad de sacrificio. Ante este nivel de tensión, cualquier escenario es posible, hasta una salida del euro y el impago del 100 por 100 de su deuda externa, como ha hecho Islandia en 2010. Como en crisis anteriores, la cooperación reduciría los costes para acreedores y deudores, pero es altamente probable que la opción sea no cooperativa y caótica. Buena parte de la deuda griega está en manos del BCE, bancos, aseguradoras y fondos de pensiones alemanes, y el Gobierno germano no parece dispuesto a reconocer la realidad y explicarles a sus contribuyentes el coste que tendrá la crisis para su déficit y su deuda pública. Una salida del euro no sería apocalíptica, pero sí tendría grandes costes para todos.

Grecia, incluso incumpliendo el 100 por 100 de su deuda externa, tendría un déficit por

cuenta corriente y sufriría otro frenazo brusco, por lo que profundizaría su depresión. Si la opción es la salida del euro, tendrían que renegociar un nuevo tratado con los países de la Unión, incluyendo la política aduanera. Por lo tanto, los beneficios de la devaluación podrían verse mermados por el aumento de aranceles y cuotas de sus exportaciones a los países de la Unión Europea. La banca griega ya ha sufrido una salida de depósitos desde 2009 superior al 20 por 100, y lo ha cubierto con una apelación al BCE que equivale al 50 por 100 de su PIB. Si los bancos griegos pierden su acceso al banco central abruptamente, serían necesarios intensos controles de capital para evitar el colapso financiero. En el mejor de los casos, los griegos se han gastado ya el 6 por 100 de su PIB en sanear su sistema bancario y triplicarían esas ayudas. Hay una visión romántica sobre el caso islandés, ya que el país, tras declarar el impago, ha conseguido volver a crecer, pero después de haber registrado una caída del consumo privado del 25 por 100 y un aumento de su deuda pública hasta el 100 por 100 del PIB, la mayoría para evitar la quiebra del sistema bancario.

3. El efecto contagio

Grecia es tan sólo el 2 por 100 del PIB y de la población europea, por lo que su crisis en ningún momento debería haber supuesto una amenaza para el conjunto de la Eurozona, si no fuera por el contagio a otros países. El primero que tuvo que pedir un plan de ayuda después de Grecia fue Irlanda, en octubre de 2010. El llamado tigre Celta fue un icono de reformas y flexibilización de su economía antes de la crisis. El principal problema irlandés fue

que su sistema bancario alcanzó un tamaño de nueve veces su PIB, con una elevada exposición a la burbuja inmobiliaria doméstica y, además, con una fuerte exposición en banca de activos. El Estado irlandés siguió el manual de saneamiento bancario con un banco malo, y se ha gastado el 35 por 100 de su PIB en sanear su sistema bancario, el doble que los japoneses tras el pinchazo de su burbuja en los noventa. Pero, además de problemas de solvencia, Irlanda tenía serios problemas de liquidez, y su plan ahuyentó a los inversores, lo cual les forzó a pedir un plan de ayuda a sus socios. Irlanda también es el 2 por 100 del PIB, por lo que Europa ya tenía intervenido el 4 por 100 del PIB de la zona. Irlanda ha registrado una caída del PIB del 15 por 100 y ha despertado la ilusión de los defensores de la austeridad como medicina para solucionar la crisis, ya que ha comenzado a crecer. El error es ignorar el pasivo de la economía celta. La banca irlandesa tiene financiado contra el BCE el 70 por 100 de su PIB. Esta financiación no puede ser permanente, y en el futuro tendrá que reducirse, por lo que a la economía irlandesa le espera un largo periodo de desaplancamiento y seguramente de bajo crecimiento, como suele ser habitual en este tipo de crisis. La ventaja con respecto a Grecia es que su productividad y su competitividad están aún próximas al promedio europeo, por lo que podrá hacer este proceso de desaplancamiento dentro del euro y disfrutando de los bajos tipos de interés que ofrece la moneda única europea. No obstante, es altamente probable que los tenedores de deuda senior bancaria irlandesa vean en el futuro cómo se les aplica una quita.

El siguiente país en solicitar ayuda financiera fue Portugal, en

abril de 2011. Portugal no tenía un problema de deuda pública tan grave como los griegos, ni bancario como los irlandeses, pero su deuda pública en 2011 ya ha superado la barrera del 100 por 100 del PIB. Además, la economía portuguesa tiene una productividad por ocupado aún inferior a la de Grecia, y lleva una década con débil crecimiento y sin ser capaces de reducir su elevado déficit por cuenta corriente, que sigue en el 8,5 por 100 en 2011. Las deudas pública y privada portuguesas están en el filo de la navaja, pero la clave estará en su capacidad para implementar el plan de reformas que le ha impuesto la Troika. Si aumenta su potencial de crecimiento y dentro del euro con tipos bajos, la deuda volvería a la sostenibilidad, aunque no será un camino fácil y estará plagado de baches. Portugal es otro 2 por 100 del PIB.

El problema es que el contagio continuó hasta España, luego Italia y Bélgica. En el verano de 2011 el bono francés superó la barrera de los 100 puntos básicos contra el bono alemán, y ya está en cuestión su máxima calificación crediticia AAA. Para frenar el contagio, y tras la improvisación de la intervención de Grecia, se creó el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF). El Fondo comenzó con un límite de 220.000 millones de euros; posteriormente, en la cumbre extraordinaria de julio de 2011, se amplió a 440.000 millones, y en la Cumbre de octubre, hasta un billón de euros. Sin duda, estamos ante la futura agencia de la deuda europea que se encargará de emitir los eurobonos, pero a corto plazo tan sólo ha conseguido emitir tres bonos por valor de 13.000 millones de euros. Esos bonos salieron a cotizar con un diferencial de 50 puntos básicos con respecto a su homólogo alemán y ya cotizan a 165.

Tras la intervención de Portugal, todas las miradas se concentraron en España. España es una economía con uno de los niveles de deuda pública más bajos de la OCDE, pero en la que aumentó mucho el endeudamiento privado desde su incorporación al euro. No obstante, como se puede comprobar en el gráfico 5, los pasivos exteriores españoles siguen próximos al promedio europeo. También registró una burbuja inmobiliaria, y su sistema bancario tenía una elevada exposición a la misma. Pasados cuatro años de crisis, España ha soportado ayudas para el saneamiento de su sistema bancario del 2 por 100 del PIB y se especula que podrían llegar hasta el 5 por 100. Esto supondría menos de la mitad de lo que se han gastado los alemanes, siete veces menos que los irlandeses, y en ningún momento pondría en cuestión la sostenibilidad de su deuda pública. España ha cometido reformas importantes desde 2010, como el retraso de la edad de jubilación a 67 años, el mercado de trabajo, liberalización de mercados de servicios, reordenación de su sector de cajas de ahorros y, recientemente, la introducción de una regla de estabilidad presupuestaria en la Constitución. Su productividad por ocupado está próxima al promedio de la Eurozona y sus exportaciones han sido las que más han crecido desde 2009 y las que mejor han defendido su cuota de exportación mundial, junto con las alemanas desde 1999. España ha tenido un diferencial positivo de inflación desde 1999 que ha deteriorado su competitividad precio, pero entró en el euro con un tipo de cambio infravalorado tras las cuatro devaluaciones de los noventa y un período prolongado de estabilidad salarial. En diciembre de 2010, el bono español a diez años tenía una rentabilidad 80 puntos bási-

cos por encima de su homólogo italiano y en noviembre de 2011 el bono italiano paga 80 puntos por encima del español. Es evidente que España ya no es el siguiente país en la lista, pero sus diferenciales de tipos con el bono alemán siguen en niveles muy elevados, por lo tanto, aún no ha salido de la zona de riesgo. España explica el 10 por 100 del PIB de la Eurozona.

El país con más problemas de financiación en la actualidad es Italia. Italia tiene un nivel de deuda pública sobre el PIB del 120 por 100 y lleva muchos años por encima de la barrera del 100 por 100. Además, su productividad por ocupado lleva una década casi estancada y tiene un bajo nivel de crecimiento potencial. Esto, junto a su elevado nivel de deuda pública, ha puesto en cuestión la sostenibilidad de su deuda. No obstante, esto no es problema nuevo y las tensiones en Italia se han producido, al igual que en el resto de países, cuando en las cumbres, por la presión alemana, han sido estigmatizados, exigiéndoles más medidas de austeridad y reformas. Desde el mes de agosto de 2011, el BCE interviene en el mercado secundario de deuda comprando bonos italianos y españoles para evitar el colapso. No se conocen los datos, pero se especula que el 80 por 100 de las intervenciones se concentra en bonos italianos. Aún así, el BCE no puede financiar directamente al tesoro transalpino, que tiene que afrontar 200.000 millones de euros en vencimientos y pago de cupones de bonos hasta marzo de 2012; por lo tanto, el riesgo de colapso sigue siendo elevado. Italia es el 15 por 100 del PIB de la Eurozona y tiene 1,8 billones de deuda pública. Cuando colapsa la deuda pública de un país también lo hace su sistema bancario, y el ita-

liano tiene 4 billones de pasivos. Estamos hablando de un evento financiero equivalente al 60 por 100 del PIB de la Eurozona y quince veces superior a la deuda de Lehman Brothers, lo que ayuda a explicar las dudas razonables de los inversores sobre la viabilidad del proyecto de moneda única y la pérdida de confianza de la garantía implícita del Euro.

V. UNA PROPUESTA DE SOLUCIÓN PARA LA CRISIS DE LA DEUDA EUROPEA

Tras el análisis del apartado anterior, es evidente que la estabilidad financiera mundial está en grave peligro y urge tomar medidas. La crisis sería sistémica y global, por lo que debería ir acompañada de medidas en el resto de países, como acaba de acordar el G20 en su reunión de Cannes en noviembre de 2011. No obstante, en este trabajo se propondrán acciones a tomar por los países europeos.

1. Reestructurar la deuda griega

Tras dos años negando la realidad, es el momento de decir la verdad a los ciudadanos de los países acreedores. Hace un año se podrían haber tomado medidas menos drásticas, pero ahora los inversores han sentenciado a Grecia a la insostenibilidad, por lo que ya sólo serán efectivas medidas de solvencia, no de liquidez. Grecia es el origen del caos, y hasta que no haya una solución creíble no será posible conseguir la estabilidad financiera global. La hoja de ruta aprobada en la Cumbre extraordinaria de julio y reforzada en la Cumbre de septiembre es la correcta, pero las

medidas propuestas serán insuficientes para que la deuda pública griega retorne a la sostenibilidad. Por lo tanto, hay que concretar las medidas, aprobarlas e implementarlas con la mayor celeridad y eficacia.

La prioridad es que la solución sea cooperativa y evitar que Grecia abandone el euro, lo cual requerirá compromisos y cesiones por parte de deudores y acreedores. La clave es reducir a corto plazo el pago de intereses de la deuda. En 2012 Grecia pagaría más del 7 por 100 de su PIB y el 20 por 100 de sus ingresos fiscales. Debe reducirse esa cantidad hasta el 3 por 100 del PIB. Para ello, la reestructuración debe ser forzosa y debe afectar al 100 por 100 de la deuda pública, incluyendo los préstamos de los socios europeos, el FMI y los bonos griegos que el BCE ha comprado desde mayo de 2010. En la reestructuración, al igual que en el caso del Plan Brady de 1987, deben ampliarse los vencimientos de los bonos, debe reducirse el tipo de interés, debe concederse una cadencia de intereses en los primeros años y debe aceptarse una quita del principal. El problema ahora es que la magnitud de la deuda es significativamente superior, y la quita también tendrá que serlo. El conjunto de medidas propuestas debe suponer una quita en valor presente de los actuales bonos del 65 por 100, *versus* el 35 por 100 de la crisis de la deuda de los ochenta. Los nuevos bonos deberán llevar una garantía implícita del FEEF, que sería el equivalente a la que concedió el Tesoro de EE.UU. en 1987. Los bonos griegos ya cotizan quitas mayores en el mercado, por lo que si el Plan es creíble habrá muchos incentivos para que Grecia retorne a financiarse en los mercados en un plazo de uno o dos años. Las deudas con

el resto de socios no necesariamente tienen que tener quita, pero sí deben ampliarse los plazos, darles cadencia de pagos a corto plazo y rebajas de los tipos de interés.

La siguiente premisa es sacar al país de la depresión. Como dijo Salinas de Gortari en 1987, «si no crecemos, no pagamos». La reducción de la deuda situaría a Grecia próxima al equilibrio en el saldo primario, por lo que podría reducir significativamente los planes de austeridad. No obstante, su baja tasa de inversión es un hándicap, por eso es urgente concretar el Plan Marshall aprobado en julio para que los inversores puedan evaluar su impacto sobre la actividad y revisar las previsiones de crecimiento futuras. A cambio, los griegos deben demostrar mayor compromiso en las reformas exigidas por la Troika, profundizar en la lucha contra el fraude fiscal y mantener una gestión prudente de sus finanzas públicas en el futuro. La quita supondrá la quiebra del sistema bancario griego, por lo que las ayudas deben priorizar su pronta recapitalización.

2. Frenar el contagio

Tanto si se opta por la reestructuración coordinada dentro del euro como por la salida de Grecia de la moneda única, el evento provocará un terremoto financiero. Por esta razón, es urgente tener preparado el cortafuegos. La propuesta europea es que sea el FEEF el que actúe de cortafuegos, bien comprando bonos en el mercado primario o secundario, o bien otorgando garantías y avales a emisiones de bonos de los países con más problemas de liquidez. Conceptualmente es un plan correcto, y hace meses habría sido una propuesta

viable, pero en la actualidad no es operativa. El FEEF no tiene capacidad a corto plazo para conseguir la financiación necesaria para una empresa de esta envergadura.

La crisis ha alcanzado tal magnitud que ya no hay otra posibilidad que la de que sea el BCE el que frene la deflación de activos y la crisis bancaria monetizando deuda. La autoridad monetaria ya lo ha hecho desde 2010, pero tan sólo tiene en su balance bonos por valor del 6 por 100 del PIB de la Eurozona *versus* el 13 por 100 de la Fed y el 18 por 100 del Banco de Inglaterra. En 2008 había dudas de las medidas heterodoxas y de expansión cuantitativa del balance, especialmente sobre la inflación. Hoy podemos decir que su impacto sobre la inflación es limitado. Es cierto que el dinero está embalsado en el sistema y el riesgo inflacionista existe, pero hasta que no se resuelva la trampa de la liquidez bancaria y el crédito fluya con normalidad a empresas y familias no habrá inflación, siempre por supuesto que el euro continúe en una senda de estabilidad cambiaria. Por eso es necesario que se anuncien programas explícitos de compras de deuda pública con un plazo determinado, y la cantidad no debe ser inferior a los 200.000 millones de dólares, lo cual supondría un 2 por 100 del PIB de la Eurozona.

Adicionalmente, el BCE debe abandonar el criterio de las agencias de *rating* y asumir los suyos propios. Los bancos centrales se crearon para ser prestadores de última instancia y asumir riesgo de crédito. El BCE cuenta con mejor información y mejores equipos de economistas para evaluar la solvencia de los países y debe evaluar directamente su riesgo de crédito. También debe-

ría ampliar su programa de compras de cédulas hipotecarias de 40.000 millones, que comenzará a implementarse en noviembre de 2011. En 2009, con tan sólo 60.000 millones, un 3 por 100 de su base monetaria y el 0,6 por 100 del PIB de la Eurozona, consiguió abrir este mercado clave para la financiación del sistema bancario europeo. La tasa de impago de las cédulas en Europa ha sido del 0 por 100, por lo que el BCE ha obtenido enormes plusvalías y ha suavizado los efectos de restricción de crédito sobre la tasa de paro, el cierre de empresas, y por lo tanto, sobre las finanzas públicas. La tensión actual en los mercados dificultará el acceso a los mercados de financiación mayorista de la banca europea en septiembre, y esta medida sería extremadamente eficaz, ya que el BCE, en este caso, sí puede comprar directamente en los mercados primarios y ayudaría a abrir de nuevo la ventana de emisiones. La clave para estabilizar los mercados secundarios de bonos corporativos es que los mercados primarios comiencen a funcionar. La reducción de los diferenciales de deuda corporativa tendrá un reflejo inmediato en las bolsas, aumentando la valoración de los bancos, por lo que es la más eficaz para poner un suelo a la deflación de activos.

El principal problema que explica las reticencias del BCE a monetizar deuda es la fobia de la sociedad alemana a la inflación, que se refleja en su Constitución. En los años veinte, las reparaciones pactadas en el Tratado de Versalles tras la primera Guerra Mundial metieron al país en la insostenibilidad de la deuda, y se optó por aumentar el dinero en circulación para financiar los pagos. Aquello provocó una fuga de capitales y una hiperinflación

como en los países de América Latina en los ochenta. Ahora el principal problema es de endeudamiento privado, y el desapalancamiento provoca contracción de la demanda efectiva, con lo que el riesgo es la deflación y la japonización. Una opción indirecta de monetización sería dar al FEEF licencia bancaria y permitirle acceder a las subastas del BCE para financiar sus operaciones (Gros y Mayer, 2010). Esta opción es una buena propuesta para que sea el FEEF y no el FMI el que ofrezca líneas de financiación flexibles a los países con tensiones de liquidez para evitar el colapso de su deuda pública. El caso de Italia es prioritario, y sus vencimientos son una losa sobre la estabilidad financiera mundial.

3. Cambiar el sesgo contractivo de la política fiscal

La Eurozona hizo un menor esfuerzo de estímulo fiscal en 2008 para salir de la gran recesión, y ha sido la primera en retirar los estímulos. La evidencia demuestra que la retirada de estímulos fue prematura y que ha contribuido a profundizar la crisis de la deuda. La demanda privada europea sigue muy débil y el consumo privado mundial también, por lo que la estrategia europea de salida vía exportaciones no es viable. Los indicadores anticipan una elevada probabilidad de recesión. Por esta razón, resolver la crisis griega y evitar el contagio son condiciones necesarias, pero no suficientes, para evitar una nueva recesión en Europa. La recesión amplificará la restricción de crédito.

Los países que están sometidos a más tensión en los mercados no tienen margen de estímulo fiscal, pero se deben suavizar

sus sendas de consolidación y retrasar el cumplimiento del objetivo del 3 por 100 de déficit del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC). Los países que se están beneficiando de la recepción de flujos, principalmente Alemania, deben implementar urgentemente el plan de estímulo al que se han comprometido en el G20 de Cannes. El Gobierno alemán ya ha anunciado una rebaja de impuestos en 2013, pero es demasiado tarde. Sería necesario un plan de inversiones públicas y volver a poner un plan de estímulo para la compra de automóviles que se implementó en 2009 y que fue tan eficaz para reactivar las ventas de coches y evitar la quiebra de buena parte del sector del automóvil europeo. Francia no tiene tanto margen como Alemania, pero está preparando un presupuesto restrictivo para 2012, y sería un error. Ese presupuesto metería a Francia en recesión y sería un acicate más para que sus bonos perdieran el AAA y para aumentar la especulación, su diferencial contra Alemania y sus problemas de financiación, amplificando los efectos recesivos sobre el resto de la Eurozona. Estos dos países suponen más del 50 por 100 del PIB de la Eurozona y, junto a España e Italia, el 80 por 100, por lo que sus políticas fiscales serán las que determinan las del conjunto del área.

4. Corregir los desequilibrios locales

Como se explicaba en el apartado IV, el superávit crónico por cuenta corriente alemán y los déficits de otros países fueron una de las causas del sobreendeudamiento, y siguen siendo una amenaza para la estabilidad financiera de la Eurozona en el futuro. Los países con déficits deben acometer políticas que in-

centiven el aumento de sus tasas de ahorro y adecuar sus tasas de inversión. España es el ejemplo a seguir, ya que ha pasado de un déficit por cuenta corriente en 2007 del 10 por 100 del PIB a un 2 por 100 previsto para 2012. España tenía una tasa de ahorro similar al promedio europeo, y ahora el problema es el desahorro público por lo que la consolidación fiscal conseguirá solucionar el problema (FMI, 2011). El problema de España era de sobreinversión, especialmente en vivienda, y el frenazo del *boom* residencial ha resuelto el problema, aunque a costa de una profunda recesión y de una digestión prolongada y costosa de los excesos. Los casos más problemáticos, y cuya corrección de los déficits llevará más tiempo, son Grecia y Portugal, que necesitan elevadas tasas de inversión para aumentar su productividad y su competitividad, pero parten de unas tasas de ahorro ínfimas, asociadas a sus elevados déficits públicos.

Pero, sin duda, el caso más complejo de resolver es el superávit crónico alemán. En el caso de los desequilibrios globales, cabe el uso de los tipos de cambio para favorecer la corrección de desequilibrios, pero dentro de la Eurozona no existe esta posibilidad. El problema es similar al que provocó el enfrentamiento entre John M. Keynes, asesor del Gobierno británico, y Harry D. White, Secretario del Tesoro de EE.UU., en Bretton Woods en 1944. EE.UU. tenía entonces un superávit por cuenta corriente crónico, y exigió que se estableciesen sanciones y mecanismos de ajuste forzados para los países que incurrieran en déficits estructurales por cuenta corriente. Keynes exigió introducir la «cláusula de la nación más favorecida» para tomar medidas para corregir el superávit americano, ya que conceptualmente es

imposible corregir sólo los déficits en la medida en que el superávit también refleja desequilibrios. El resultado fue que convocaron a la firma del acuerdo una hora antes de que llegara Keynes, y la cláusula no se incluyó. Luego el problema se resolvió con el *boom* de consumo de EE.UU. y con sus déficits públicos crónicos para financiar las guerras de los años sesenta. En Alemania, el consumo está estancado desde 2000, y no tiene fácil explicación. Como Japón, Alemania cuenta con un eficiente sector exportador, pero su consumo privado, su sistema bancario, la productividad en el sector servicios y el envejecimiento de su población también recuerdan al caso japonés.

5. Recapitalizar al sistema bancario

El evento supondrá una erosión de la capitalización del sistema bancario europeo, y ya se ha diseñado el FEEF para intervenir, pero, de nuevo, está sin concretar el procedimiento y no tiene financiación, por lo que no es operativo. En la crisis de los ochenta se dio tres años de margen a las entidades para sanear sus pérdidas tras la aprobación del Plan Brady. En la actualidad, la crisis de la deuda se junta con las pérdidas derivadas de la crisis financiera, y los inversores dudan sobre la solvencia de las entidades y temen la infraestimación de dotaciones. Exigir de manera generalizada un 9 por 100 de capital principal no es la solución. Habría que hacer tratamientos caso a caso, expediente por expediente y bono a bono para identificar las entidades con capitalización débil y dar una solución integral. Al final, el invento de los test de estrés sólo está sirviendo para eliminar el estrés de los supervisores financieros.

6. Reforzar la agenda de reformas

Conceptualmente, una economía puede generar más actividad con más empleo, con más capital por trabajador, con más innovación y, lo normal, con una combinación de las tres. La historia nos enseña que, incluso con una política económica óptima, la crisis tras el sobreendeudamiento colapsa el canal crediticio y la digestión es lenta, y se tardan varios años en retornar a la normalidad en los mercados de crédito. La limitación del sistema bancario para atender con normalidad la demanda de crédito limita la acumulación de capital de las empresas y el potencial de crecimiento de la renta por habitante. La reacción natural es que las empresas se desafecten del crédito y autofinancien sus inversiones, pero la solución óptima es una mayor innovación y un uso más eficiente de los recursos. Por esta razón, es prioritario que los países europeos, a la vez que ponen en marcha las medidas anteriormente analizadas, retomen la Agenda de Lisboa. La Agenda lleva años viviendo el sueño de los justos, por lo que el compromiso político debe ser firme. Si es creíble y se concreta la hoja de ruta a medio plazo para aplicar los planes de reformas, aumentará la previsión de potencial de crecimiento y ayudará a resolver las dudas sobre la sostenibilidad fiscal.

También son necesarias reformas institucionales para reforzar los puntos débiles del proyecto europeo. La principal es el desarrollo de una política fiscal que complemente la unión monetaria. La crisis ha evidenciado que el proyecto no será el de los Estados Unidos de Europa, pero es necesario ceder soberanía fiscal al centro para que pueda resolver problemas como los que se han

planteado en esta crisis. En 2010 era impensable, pero el FEEF ya tiene un límite de deuda de un billón, el 10 por 100 del PIB de la Eurozona, por lo que de nuevo Europa vuelve a avanzar en una crisis. No obstante, para seguir avanzando es necesario el compromiso de los gobiernos y reducir la tendencia al nacionalismo que ha surgido desde 2008.

VI. CONCLUSIONES

1. Esta vez no es diferente. Europa se enfrenta a una crisis de deflación de deuda y, de conseguir estabilizarla, acabará en depresión y con riesgo de deflación. Siempre, en estas crisis, se inventan excusas para no asumir la realidad, tales como que es una crisis fiscal, que la moneda única complica pero favorece su solución, pero siempre para diferir la toma de decisiones con mayor coste político.

2. Escasas referencias históricas. La ausencia de una crisis de esta magnitud desde la Gran Depresión, y las grandes diferencias con las economías actuales, complica la existencia de evidencia y medidas para resolver la crisis. El análisis de la crisis de la deuda de los países emergentes en los ochenta también fue muy diferente, pero su resolución en el Plan Brady es un buen referente metodológico de cómo elaborar un plan europeo que acabe con la crisis.

3. Incentivos para no cooperar. Es determinante la detección precoz, la intervención urgente y la cooperación entre deudores y acreedores para minimizar los costes de este tipo de crisis. El problema es que en la realidad hay incentivos para no cooperar. El juego es un dilema del prisionero, ya que si uno no coopera y el otro sí casi elimina los costes.

El problema es que los dos no cooperan, y el resultado del juego es que las pérdidas se multiplican para ambos.

4. Particularidades europeas. Dentro de la tipología de crisis de deflación de deuda, la pertenencia a una moneda única, con elevados desequilibrios locales y distintos patrones de crecimiento, y el proceso de desintegración financiera que comenzó en 2010 aumentan la complejidad del tratamiento en la crisis europea.

5. Grecia y el efecto contagio. Grecia fue el origen del caos, y no habrá orden hasta que se resuelva su crisis. Grecia supone el 2 por 100 del PIB y los tres países intervenidos el 6 por 100; por lo tanto, el mayor problema es el contagio. Italia tiene una posición de liquidez vulnerable y es el principal riesgo sistémico. No obstante, la metástasis ya ha llegado a Francia y a los propios bonos del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera.

6. Mucho margen para actuar. Lo más peligroso es la sen-

sación de que las medidas de 2008 no funcionaron, y ya no hay margen para evitar la crisis financiera. En la propuesta se enumeran varias medidas para implantar de inmediato. La clave es implementar un Plan integral que ataque con contundencia a todas las aristas del problema, lo cual exige un mayor grado de cooperación de las políticas económicas, especialmente de la monetaria y de la fiscal. Conviene no olvidar la sentencia de Keynes, «cuando piensas que va a pasar lo inevitable, sucede lo imprevisto».

BIBLIOGRAFÍA

- BERNANKE, B. (2007), «The financial accelerator and the credit channel», Discurso en la Reserva Federal, 15 de junio.
- BORENSZTEIN, E., y U. PANIZZA (2008), «The costs of sovereign default», *Documento de trabajo 08/238*, Fondo Monetario Internacional, Washington.
- CALVO, G. (2005), «Crises in emerging market economies: A global perspective», *NBER Working Paper n.º 11305*.
- EICHENGREEN, B.; R. HAUSMANN, y U. PANIZZA (2003), «Currency mismatches, debt intolerance, and original sin: Why they are not the same and why it matters», *NBER Working Paper n.º 10036*.

- FELDSTEIN, M. (2008), «Resolving the global imbalance: The dollar and the U.S. saving rate», *Journal of Economic Perspectives*, 22 (3): 113-25.
- FISHER, I. (1933), «The debt-deflation theory of great depressions», *Econometrica*, 1(4): 337-357.
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL, FMI (2011), «¿Gemelos separados al nacer? El balance presupuestario y la balanza comercial», *Informe de Perspectivas de la Economía Mundial*, capítulo 4, octubre, Washington.
- GROS, D., y T. MAYER (2010), «Financial stability beyond Greece: Making the most out of the European stabilization mechanism», *Vox economic blog*, 11 de mayo.
- KOO, R. (2008), *The Holy Grail of Macroeconomics: Lessons from Japan's Great Recession*, John Wiley & Sons, Singapur.
- MINSKY, H. (1992), «The financial instability hypothesis», *Documento de trabajo n.º 74*, The Levy Economics Institute, Nueva York.
- REINHART, C., y K. ROGOFF (2011), *Esta vez es distinto: Ocho siglos de necesidad financiera*, Fondo de Cultura Económica, Madrid.
- SACHS, J. (1989), *Developing Country Debt and Economic Performance*, vol. 1, NBER, Cambridge (Mass.).
- SHILLER, R. (2003), *Exuberancia irracional*, Turner, Madrid.
- TORRERO, A. (2006), *Crisis financieras: Enseñanzas de cinco episodios*, Marcial Pons, Madrid.