



## Deudas soberanas europeas y esfuerzos en pos de la estabilidad.

Alma Chapoy Bonifaz\*

### Resumen

Tratando de superar la crisis financiera global, los gobiernos se endeudaron, en gran medida, y aumentaron sus déficit fiscales, sentando así las bases de una crisis de deudas soberanas. Al trascender los altos niveles del déficit fiscal y de la deuda gubernamental de Grecia, y para evitar que otros países de la eurozona sufrieran problemas similares, la Unión Europea y el Fondo Monetario Internacional decidieron “ayudar” a Grecia, pero al hacerlo le impusieron limitaciones presupuestales que, lejos de resolver sus problemas, la sumarán en la recesión. Además, esta crisis ha hecho aflorar los severos problemas internos de la eurozona; el hecho de que en Europa se haya generalizado la austeridad fiscal, constituye un freno más para la incipiente recuperación económica global.



**Palabras clave:** Crisis financiera global, deudas soberanas, austeridad fiscal, Unión Europea, eurozona, sistema bancario europeo, unión económica y monetaria europea.

\* Instituto de Investigaciones Económicas, UNAM. La autora agradece el apoyo del licenciado Víctor Medina Corona, en el acopio de material.

## Introducción

La actual crisis de deudas soberanas se gestó desde que Grecia (en 1981), y Portugal y España (ambos en 1986) se convirtieron en miembros de la entonces Comunidad Económica Europea y, sobre todo, desde que en 2001 Grecia se incorporó a la eurozona. Durante años, se supuso que una garantía implícita protegía la deuda de los miembros de la misma. Esta idea condujo a subvaluar el riesgo, lo que hizo que la emisión de deuda fuera más barata de lo que debería haber sido. Aunque el Tratado de Maastricht establece estrictos límites a los déficit fiscales y a las deudas, en la práctica no se exigió su cumplimiento.

Del mismo modo que la crisis de las hipotecas *subprime* (agosto de 2007) de Estados Unidos de América (EUA) se convirtió en la crisis financiera global (septiembre de 2008), una crisis fiscal en Grecia, a principios de 2010, se transformó en mayo en una crisis sistémica de la eurozona.

En la raíz de este mecanismo detonante está la inexistencia de una política fiscal común en la región. Desde la creación de su moneda única, los analistas advirtieron que una unión monetaria sin una unión fiscal traería problemas, entre otras cosas porque los gobiernos se verían tentados a incurrir en deudas insostenibles, como sucedió en efecto.

Tanto la crisis financiera como la de deudas soberanas se originaron por un excesivo endeudamiento (Gurría, 2010). En la primera, la insolvencia de la deuda privada se transfirió a los balances públicos.<sup>1</sup> Después, los déficit presupuestales y la deuda pública aumentaron desmesuradamente por los estímulos fiscales y por la socialización de las pérdidas privadas, mediante los rescates.

Esos estímulos y rescates evitaron otra Gran Depresión, pero la acumulación de deuda pública,<sup>2</sup> aunada a la privada, constituye ahora un grave problema. Según Roubini (2010a), los mecanismos de deuda mundial se asemejan cada vez más a un esquema Ponzi.<sup>3</sup> Al tratar de superar la crisis financiera global, los gobiernos se endeudaron en gran medida y aumentaron sus déficit fiscales, sentando así las bases de la actual crisis de deudas soberanas.

---

<sup>1</sup> Reinhart y Rogoff (2009) señalan que siempre que explota una burbuja crediticia, la deuda privada se convierte en deuda pública.

<sup>2</sup> En promedio, en los países de la OCDE los niveles de deuda exceden al 100% del PIB.

<sup>3</sup> De acuerdo con la teoría de la fragilidad financiera de Minsky (1986), las “finanzas Ponzi” se presentan cuando una empresa (en este caso, un país) no puede cumplir con sus compromisos actuales y hay pocas probabilidades de que lo haga en el futuro. La empresa es insolvente, pues no podría cubrir sus pasivos liquidando sus activos a su justo valor actual. Para estar al corriente en sus pagos y seguir funcionando, la empresa necesita obtener nuevos préstamos; para ello tiene que convencer a los prestamistas de que podrá seguir consiguiendo préstamos para cubrir el servicio de la deuda. Ésta es una situación de extrema fragilidad financiera, pues si algunos prestamistas dejan de creer y, por tanto, de prestar, ocurre un colapso que afecta tanto al prestatario como a los prestamistas. Las “finanzas Ponzi” deben su nombre a Carlo Ponzi, un italiano que emigró a Boston y que en la década de 1920 trató, sin éxito, de hacer funcionar una pirámide basada en cupones postales internacionales. Este conocido tópico es tratado por diversos autores, destacando Sachs y Larraín [1994].

Pero Grecia y otros países no se encontrarían en tan lamentable situación, de no haber sido porque las instituciones encargadas de realizar la intermediación entre ahorro e inversión se convirtieron en originadoras y distribuidoras de créditos, que fueron empaquetados y “titulizados”.<sup>4</sup>

A lo largo de la historia abundan los incumplimientos soberanos, al menos de carácter parcial, recurriendo a la inflación y a la depreciación monetaria. Reinhart y Rogoff (2009) encuentran que tres años después de una típica crisis bancaria, el nivel absoluto de la deuda pública es en promedio cerca de 86% más alto que antes de la crisis.

El desarrollo de los *credit default swaps* (CDS) está haciendo que los inversionistas especulen con, o se aseguren contra, el incumplimiento de un país para rembolsar su deuda. Y precisamente en el primer trimestre de 2010, el Banco de Pagos Internacionales da cuenta de que por las preocupaciones derivadas del riesgo de crédito soberano se registraban ya aumentos en el mercado de derivados de incumplimiento crediticio de las deudas soberanas<sup>5</sup> (BIS, 2010).

Con las inevitables limitaciones de espacio, en las siguientes páginas habrán de desarrollarse estos aspectos.

## La crisis griega

En 2009, el [producto interno bruto \(PIB\) de Grecia](#) declinó 2% y todo indicaba que su actividad económica se debilitaría aún más en 2010. En noviembre de 2009, trascendió que el déficit fiscal y la deuda pública eran peores de lo que el anterior gobierno había reconocido, pues el primero ascendía a 13.6% del PIB (más del cuádruple de lo permitido en la Unión Europea (UE) y la relación deuda/PIB era de 115%. Su deuda pública asciende a unos 400 mmd, 75% de la cual está en manos de extranjeros, sobre todo, de instituciones financieras europeas<sup>6</sup> (IMF, 2010). Al saberse esto, se desplomó la confianza en el país, se incrementaron sus costos de financiamiento, y se redujeron el crecimiento y el empleo.

---

<sup>4</sup> La titulización consiste en la conversión en títulos negociables de los valores en poder de instituciones de crédito, sociedades financieras, compañías de seguros o sociedades comerciales. Mediante la titulización, los bancos se deshicieron de ciertos segmentos de su cartera de activos (desde tarjetas de crédito, hasta hipotecas), emitiendo valores que los inversionistas compraron en el mercado secundario, sin prestar atención al tipo de deudores.

<sup>5</sup> En junio de 2010, Sarkozy y Merkel, en una carta dirigida a José Manuel Barroso, presidente de la Comisión Europea, pidieron a sus socios de la UE que antes de un mes tuvieran propuestas que hicieran más estricta la regulación financiera; en particular, quieren regular la negociación en CDS de deuda soberana.

<sup>6</sup> Otros países europeos también tienen déficit presupuestales altos; desde luego los llamados PIIGS (Portugal, Irlanda, Italia, Grecia y España), pero también Reino Unido. Por razones de espacio esos casos no se tratan en este trabajo. Es preciso señalar que la mala situación económica de otros países de la UE, como Hungría, aunque no sean miembros de la eurozona, contribuye también a disminuir la confianza en el euro y en los bancos de la eurozona expuestos de manera sustancial a Europa central y oriental.

A esto siguió la degradación de las calificaciones de los bonos griegos, por lo que el rendimiento sobre los mismos alcanzó nuevas alturas. Todo lo anterior sometió al sistema bancario griego a fuertes presiones.

*Desde que ingresó a la eurozona, la inflación y los costos internos en Grecia han estado por encima de los registrados en los demás países de la misma, por lo que el país perdió competitividad. En consecuencia, a fines de 2009, el déficit en cuenta corriente equivalía a 11% del PIB y la posición de la inversión internacional neta era negativa (83% del PIB) (IMF, 2010).*

De agravarse esta situación, el contagio a otros países de la eurozona sería inevitable. Ante esto, en febrero de 2010, el [Banco Central Europeo \(BCE\)](#) y la Comisión Europea anunciaron que aunarían fuerzas para ayudar a Grecia y definir las medidas necesarias para mantener la estabilidad en la eurozona. Sin embargo, la canciller alemana, Angela Merkel, paralizó un plan de rescate rápido para Grecia.

El 3 de marzo de 2010, el gobierno griego anunció un plan de ajuste que impuso una gran austeridad fiscal, pidiendo a cambio la “solidaridad de Europa”. Combinando recortes del gasto e incrementos de los ingresos por el equivalente a 11% del PIB, se espera revertir la relación deuda pública/PIB a partir de 2013 y reducir el déficit fiscal a menos de 3% del PIB en 2014. Las medidas para estimular el crecimiento se orientarán a modernizar la economía y a incrementar su competitividad. Habrá progresividad en los impuestos y medidas contra la evasión fiscal, un grave problema en Grecia.<sup>7</sup> Se protegerá, aunque en pequeña medida, a los grupos más vulnerables: los niveles más bajos de ingresos están excluidos de la reducción de salarios y pensiones; además, se reforzará la red de protección social. Por último, mientras esté vigente el programa, se reducirá el gasto militar.

Los mercados financieros reaccionaron con escepticismo al plan griego. Por ello, y porque los otros países de la eurozona tardaron en auxiliar a Grecia, en la segunda semana de abril de 2010, los diferenciales de los bonos griegos se ampliaron a 407 puntos base sobre los bonos alemanes. Además, volvieron a bajar las calificaciones de la deuda de ese país, aumentaron las tensiones en su sistema financiero y su gobierno perdió acceso al financiamiento del mercado, justo cuanto tenía que redimir parte importante de su deuda.<sup>8</sup> Adicionalmente, las medidas de austeridad, la más dolorosa de las cuales desde el punto de vista social fue la congelación de las pensiones, exacerbó las protestas populares, que incluyeron una huelga general de 48 horas.

---

<sup>7</sup> Evade impuestos 80% de los griegos, priva la corrupción en el sector público y el país ha vivido más allá de sus posibilidades pidiendo prestado para gastos militares e infraestructura, con el fin de cumplir con las exigencias de la Organización del Tratado del Atlántico Norte (OTAN) y del euro. Otro factor que aumentó la deuda en gran medida fue la celebración de los juegos olímpicos de Atenas 2004.

<sup>8</sup> Grecia tiene que refinanciar 54 mil millones de euros (mme) en 2010, de los cuales 20 mme vencían a fines de mayo (Baldwin et al., 2010).

Como se recordará, cuando la caída de Lehman Brothers (2008), en cuestión de horas se paralizó el mercado crediticio de EUA. Algo similar estuvo a punto de ocurrir a principios de mayo de 2010, lo que por fin obligó a actuar a los líderes europeos.

*Fue así que el 2 de mayo, la Unión Europea (UE) y el Fondo Monetario Internacional (FMI) anunciaron un paquete de apoyo conjunto por 110 mil millones de euros (mme) (145 mil millones de dólares, mmd) a lo largo de tres años, que constituye el mayor financiamiento otorgado a un solo país, pues equivale a casi 50% del PIB griego.*

El plan de consolidación fiscal y el paquete de préstamos acordados por el gobierno griego, el resto de la UE y el FMI, sólo tranquilizaron a los mercados financieros por un día, pues el 4 de mayo, las principales bolsas del mundo cayeron entre 2% y 3%; la griega, casi 7%. Ésta fue la consecuencia más visible de la escasez de dólares en muchas instituciones financieras europeas, de la reducción de los plazos de vencimiento en el mercado interbancario y de las crecientes preocupaciones sobre el riesgo de contraparte.

Por ello, el lunes 10 de mayo, los líderes europeos anunciaron un paquete muy amplio de medidas de estabilización, que incluía a toda la eurozona, para enfrentar el riesgo soberano y evitar que otros países del bloque sufrieran problemas similares a los de Grecia.

Con ese propósito, se estableció el Servicio Europeo de Estabilidad Financiera (SEEF) (*European Financial Stability Facility*), financiado por la Comisión Europea, en el marco del programa con el FMI. Dicho servicio tiene la estructura intergubernamental de un vehículo o entidad de propósito especial.<sup>9</sup> Con la finalidad de asegurar la mejor calidad y calificación crediticia a los instrumentos de deuda emitidos por el SEEF, se constituirán, al otorgar un préstamo, reservas en efectivo que actúen como amortiguador.<sup>10</sup> El mecanismo expirará en tres años. El apoyo total disponible mediante préstamos y líneas de crédito, incluyendo potenciales préstamos bilaterales del FMI a los países miembros, podría llegar a 750 mme (Consejo de la Unión Europea, 2010).

Por su parte, el BCE anunció que compraría valores de deuda gubernamental y privada para asegurar la liquidez de los mercados de deuda de la eurozona. A fin de contrarrestar la emergente falta de dólares, la Reserva Federal de EUA (Fed) reabrió sus líneas de swap para proporcionar liquidez en dólares al BCE y a otros bancos centrales importantes.<sup>11</sup>

---

<sup>9</sup> Una compañía de responsabilidad limitada con sede en Luxemburgo, establecida el 7 de junio de 2010.

<sup>10</sup> Los países de la eurozona garantizarán 120% de los préstamos, en forma prorrateada; así, esperan asegurar que los acreedores reciban sus pagos aun si uno o más países caen en problemas financieros y son incapaces de cubrir sus garantías.

<sup>11</sup> Los de Inglaterra, Suiza, Japón y Canadá. El objetivo de restablecer temporalmente las líneas de *swaps*, como las disponibles de diciembre de 2007 a febrero de 2010, es minimizar el riesgo que la turbulencia financiera europea podría significar para el sistema financiero global, y de manera muy importante, para el de EUA (Tarullo, 2010).

Todo lo anterior se reflejó de inmediato en la reducción sustancial de los diferenciales de los bonos de los países europeos periféricos debido, en buena medida, a las compras de valores gubernamentales por parte de los bancos centrales de la eurozona.<sup>12</sup> Sin embargo, el 24 de junio, el costo de asegurar contra el incumplimiento de la deuda pública griega alcanzó un máximo histórico, 1 085 puntos base, desde 934, lo que indica que costaría 1 085 000 dólares, asegurar 10 millones de dólares de deuda a cinco años (Financial Times, 2010). En esto influyó que a principios de ese mes, Moody's degradó la deuda griega a estatus de basura (*junk*); declaraciones de Soros sobre la inestabilidad del euro (Universidad Humboldt de Berlín, 23 de junio) añadieron aun más presión (Moya y Teather, 2010).

Se calcula que la cantidad que los bancos extranjeros y otras empresas financieras prestaron a las instituciones públicas y privadas griegas, portuguesas y españolas asciende a 2.6 billones de dólares.<sup>13</sup> Al parecer, los bancos europeos poseen más de la mitad de esa cantidad, y por eso casi no se prestan entre sí, pues desconfían el uno del otro; saben que hay bancos enfermos, pero no saben cuáles.<sup>14</sup> Según un estudio del *Royal Bank of Scotland*, los bancos franceses eran los más expuestos a deuda griega, española y portuguesa: 229 mme; seguidos por los bancos alemanes con 226 mme; los británicos y holandeses, 100 mme cada uno; los de EUA, 54 mme y los italianos, 31 mme (Ewing, 2010).

El BCE estimó que entre junio de 2010 y diciembre de 2011 la reducción en el valor de los préstamos otorgados por los bancos de la eurozona podría ser de 195 mme [ECB 2010, box 11], lo que no incluye los costos potenciales de una cesación de pago de la deuda soberana griega.

## Los problemas de la unión económica y monetaria europea

Por temor a que el problema de las deudas soberanas se generalizara en la eurozona, en el primer semestre de 2010, el euro perdió 20% de su valor frente al dólar; en junio había caído a 1.19 dólares. Desde finales de julio empezó a recuperarse, cotizándose en los primeros días de agosto a 1.32 dólares. La inestabilidad del euro es sólo el signo más visible de los severos problemas internos de la eurozona.

---

<sup>12</sup> La compra de bonos gubernamentales no viola los estatutos del BCE, pero éste no puede “financiar un déficit público”; esto significa que el BCE y los bancos centrales nacionales del eurosistema no pueden comprar deuda gubernamental en el mercado primario, pero sí en el secundario.

<sup>13</sup> Trillones, de acuerdo con la contabilidad estadounidense. Un billón (EUA) = mil millones (México; un trillón (EUA) = un billón (México).

<sup>14</sup> En vista de esa situación, el 18 de junio de 2010 el Comité de Supervisores de la Banca Europea (*Committee of European Banking Supervisors*) (CEBS, 2010), anunció que tal como lo hizo en 2009, sometería a 91 grandes bancos a una prueba de resistencia ante futuras crisis financieras, teniendo como horizonte los años 2010 y 2011; esos bancos representan 65% del mercado europeo en términos de activos totales. El resultado se dio a conocer el 23 de julio. Sólo siete instituciones no pasaron la prueba y tendrán que ser recapitalizadas con 3.5 mme (4.2 mmd). Al conocerse los resultados surgieron grandes dudas, pues los criterios aplicados fueron demasiado blandos, con el deliberado propósito de que la mayoría de las instituciones superaran la prueba.

*Para salvaguardar su unión económica y monetaria (UEM), la eurozona necesitaría tener una política económica, un sistema fiscal y un sistema social comunes, con mecanismos de penalización para los socios incumplidos.*

Además, los arquitectos de la UEM ni siquiera tomaron las providencias necesarias para hacer transferencias fiscales en la medida necesaria en caso de que uno o más de sus países cayeran en problemas, pues no existe un presupuesto común para compensar los choques asimétricos. Y, sobre todo, los líderes de la eurozona no pudieron hacer que sus integrantes cumplieran los requisitos del [Tratado de Maastricht](#).

Los problemas fiscales del bloque, se deben a los débiles mecanismos que supuestamente garantizan la disciplina fiscal, concretamente, el [Pacto de Estabilidad y Crecimiento \(PEC\)](#). Éste tendría que haber castigado a los países cuyo déficit fiscal fuera mayor a 3% del PIB, pero en la práctica no lo hizo.<sup>15</sup> Fueron los mercados de capital los que impusieron a los gobiernos limitaciones presupuestales que frenarán las entradas de capital a los países de Europa central y oriental, y pondrán fin al sobrecalentamiento provocado por la convergencia de las tasas de interés que el euro produjo.<sup>16</sup> Esos países sufrirán una depresión que reducirá su inflación y que los acercará a la deflación.

Las políticas de competitividad y los desequilibrios en cuenta corriente, tampoco recibieron la debida atención de quienes idearon la eurozona. Aunque la cuenta corriente del bloque estaba en equilibrio, Grecia, Irlanda, Portugal y España tienen déficit muy grandes que se compensan con los superávits de países como Alemania, Austria, Bélgica y los Países Bajos.

La falta de políticas de competitividad (o de políticas fiscales nacionales anticíclicas) fue lo que provocó esos grandes desequilibrios en cuenta corriente, que fueron financiados principalmente por los bancos de las naciones más fuertes de la eurozona. De esta manera, esos grandes desequilibrios convirtieron a los sistemas bancarios de los países fuertes de la eurozona en rehenes de la deuda pública de Portugal, Irlanda, Italia, Grecia y España, conocidos como PIIGS.

---

<sup>15</sup> Como Alemania y Francia violaron el PEC, el organismo responsable no se atrevió a imponer disciplina a los demás países. En los ocho años que van de 2000 a 2007, Grecia violó la regla de 3%, en los ocho años; Italia, en cinco; Portugal y Alemania, en cuatro; y Francia en tres.

<sup>16</sup> Al incorporarse Grecia a la eurozona (2001) se produjo una fuerte declinación en los costos de endeudamiento de ese país, siendo la más notable la caída de 30 puntos base en el diferencial entre el rendimiento de los bonos griegos a diez años y el de los bonos alemanes, nivel que se mantuvo muchos años. El BCE acepta la deuda soberana de todos los miembros de la eurozona en condiciones de igualdad en su ventanilla de descuento. A pesar de los bajos costos de endeudamiento, Grecia no cumplió con los límites de déficit presupuestal y de deuda establecidos en el Tratado de Maastricht, por lo que sus finanzas estaban en una posición muy frágil al iniciarse la crisis financiera global. La innovación financiera ayudó a Grecia a ocultar el verdadero monto de su deuda, por lo que los bancos europeos siguieron prestándole. Se dice que algunos derivados ayudan a la estabilidad, pero esos instrumentos financieros, con artilugios hicieron creer que el riesgo se estaba diluyendo, cuando en realidad se estaba amplificando y dispersando por todo el mundo.

Divergencias en las tasas de inflación y en las tasas de interés reales, provocaron, por ejemplo, que prestatarios en Irlanda y España, con tasas de interés reales negativas, se vieran alentados a endeudarse. Lo contrario ocurrió en Alemania, con una inflación por debajo del promedio de la eurozona y tasas de interés reales relativamente altas.

*Los bancos de Irlanda, Francia, España e Italia expandieron en gran medida sus préstamos. Por ejemplo, el total de activos bancarios en Irlanda, como porcentaje del PIB, pasó de 360%, en 2001, a 705%, en 2007; aunque en menor medida, sucedió lo mismo en los otros países mencionados. Esto creo una fragilidad y una interconectividad que se convirtió en un problema macroeconómico a fines de 2008, al estallar la crisis financiera global.*

Si la crisis griega se hubiera presentado cuando los bancos de la eurozona estuvieran fuertes y/o no muy interconectados, no hubiera provocado una crisis generalizada en la eurozona (Baldwin et al., 2010).

Cuando la crisis global hizo estallar las burbujas inmobiliarias en la eurozona, en especial en Irlanda y España, el nivel insostenible de las deudas soberanas se hizo evidente. Así, al presentarse la “crisis griega”, el sistema bancario europeo estaba en una situación muy endeble,<sup>17</sup> a esto se sumó la incapacidad de coordinar la política fiscal, debida a intereses estratégicos, tanto nacionales como geopolíticos, creando una situación extremadamente difícil.

Como los mercados financieros en Europa están tan integrados, cualquier gran insolvencia (trátase de un gobierno o de un banco) amenaza la estabilidad de todo el sistema.

## Enfrentamiento eua-ue en materia fiscal

De manera incomprensible, la República Federal Alemana (RFA), país superavitario, también va a limitar su gasto público. Tras anunciarse el SEEF, el gabinete de Merkel acordó ahorrar 30 mme (1% del PIB) en cuatro años. La actitud de la RFA presiona a otros países, como Francia, a hacer lo mismo para que no se amplíen aun más los diferenciales en el mercado de bonos, por lo que la austeridad fiscal germana tendrá implicaciones graves dentro de la eurozona y más allá de ella. Economistas keynesianos advierten que Europa puede llevar a la economía global de vuelta a la recesión, por la contracción fiscal simultánea en varios países.

---

<sup>17</sup> Por eso urge reestructurar la banca, pues el euro es proclive a crisis debido, en gran medida, a la fragilidad de los bancos de la eurozona. Las regulaciones del mercado bancario y financiero se dejaron a los gobiernos nacionales, y hubo una mínima coordinación.

En vísperas de la reunión en Toronto (junio de 2010), Obama (2010) llamó a los líderes del G20 a impulsar políticas que lleven a la recuperación económica global y a establecer una reforma financiera que impida una nueva crisis. Para ello pidió a los países europeos no retirar aún sus programas de gasto extraordinario, en clara alusión a Reino Unido y a la RFA, donde las deudas y déficit no son tan altos, y que sin embargo van a recortar su gasto público. Obama reconoce la necesidad de “restaurar las finanzas públicas sostenibles”, pero en tres o cinco años. Por el contrario, el presidente de la Comisión Europea, José Manuel Barroso, y el del Consejo Europeo, Herman Van Rompuy, al dirigirse a sus colegas del G20, afirmaron que con la austeridad fiscal se produciría un “crecimiento fuerte y sostenible”, por lo que a más tardar en 2011 debería empezar “una sustancial consolidación” (European Union, 2010).

Debido a ello, la cuarta cumbre del G20 ([Toronto, Canadá, 26-27 de junio](#)), que dio prioridad al recorte del déficit público, fue calificada como “la cumbre de las discrepancias”, entre otras cosas porque su declaración final incluye casi todas las propuestas, varias de ellas antagónicas; lo que hace del texto una lista de opciones para que los países elijan (G20, 2010). Los tibios acuerdos de Toronto hacen temer que se avecine otra depresión, debido a la incapacidad de los líderes mundiales de aplicar políticas adecuadas; decidieron apretarse el cinturón cuando el problema es el gasto inadecuado.

Por eso [Krugman](#) (2010) afirma que se está en peligro de ir hacia una deflación como la registrada en Japón en los años noventa; critica que, sobre todo, Europa, en vez de promover la recuperación, haya vuelto a “la ortodoxia de los presupuestos equilibrados”. Sin crecimiento ahora, los déficit se elevarán aún más y minarán el futuro crecimiento; ese autor considera absurdo reducir el gasto cuando la economía está todavía tan deprimida. Una estimación burda indica que recortar el gasto en 1% del PIB eleva la tasa de desempleo en 0.75%, en comparación con lo que sucedería de no aplicarse la medida; en cambio, la futura deuda se reduce menos de 0.5% del PIB. De hecho, la deuda puede seguir creciendo y ser sostenible, siempre y cuando no crezca en mayor proporción que el PIB.

## Algunas reflexiones

Sigue habiendo serios desafíos a escala mundial. El crecimiento es desigual y muy endeble, el desempleo permanece muy alto en varios países y los efectos sociales de la crisis aún son fuertes. En tales condiciones, la crisis de deudas soberanas y, sobre todo, la forma en que se le está haciendo frente, constituye un serio escollo para la recuperación global.

Si se agravan los problemas de deuda soberana en Europa, las consecuencias serán devastadoras en momentos en que el freno a la recuperación global es ya un hecho. De acuerdo con declaraciones del presidente del Fed, Ben Bernanke (2010), la economía estadounidense registró una recuperación, aunque leve, en el primer semestre de 2010, debido a los estímulos económicos y fiscales; pero en los siguientes seis meses el panorama no es halagüeño, entre otras cosas, porque subsisten la elevada tasa de desempleo y la debilidad del mercado inmobiliario.

El apoyo de la UE a Grecia fue en interés propio.<sup>18</sup> Pero para “ayudar” a ese país, sus socios le impusieron limitaciones presupuestales procíclicas y contraproducentes. Ya se dijo que países fuertes de la UE, como la RFA, aplican también recortes al gasto, lo que debilitará la economía de la eurozona y de la UE, en general, y retrasará la recuperación global. Los severos recortes en el gasto gubernamental de Grecia precipitarán una fuerte recesión, que reducirá su PIB y deprimirá los ingresos gubernamentales, incrementando aun más sus altas relaciones deuda/ PIB y déficit fiscal/ PIB.

Por eso, aunque oficialmente se insiste en que el paquete de rescate permitirá a Grecia comprar tiempo para hacer los ajustes de política necesarios y reducir el déficit fiscal, varios autores (Sinn, 2010; Roubini, 2010b; Persaud, 2010) sostienen que, en algún momento en los próximos años, habrá que crear un mecanismo para que Grecia reestructure su deuda con un perfil de vencimientos más sostenible, que le permita crecer y así evitar conmociones sociales y políticas derivadas de la austeridad fiscal.

Como atinadamente se señala en la carta dirigida en mayo a los líderes europeos por casi 200 economistas y científicos sociales (Arestis et al., 2010), además del apoyo UE-FMI, que constituye una medida a corto plazo, en el mediano plazo es preciso revitalizar la economía real. En ese mismo documento se destaca el hecho de que debido a las fuertes diferencias para establecer los salarios, los costos unitarios laborales nominales en Grecia se incrementaron en más de 30% desde que existe la UEM, y el incremento en Italia, España, Portugal e Irlanda es aún mayor; en cambio en la RFA se elevaron sólo 8%. Estas diferencias en precios y salarios no son sostenibles en una unión monetaria donde obviamente no se pueden hacer ajustes en el tipo de cambio; tal divergencia permite por ejemplo, que la RFA, aunque tiene también una alta deuda como porcentaje del PIB, sea superavitaria en comercio exterior y muy competitiva.

---

<sup>18</sup> Los bancos europeos, principalmente alemanes y franceses, que poseen bonos griegos, tendrían un gran problema si Grecia reestructurara su deuda. La prueba de “tensión” tomó en cuenta esto sólo parcialmente.

En el corto plazo, la consolidación fiscal frenará el crecimiento y el programa de apoyo a los países en dificultades no podrá resolver sus problemas. Ante la imposibilidad de una depreciación cambiaria, el proceso de ajuste reducirá salarios y precios, surgiendo el espectro de la deflación. Las reformas estructurales, especialmente en el sector servicios, fortalecerían la demanda interna en los miembros con superávit comercial (especialmente en Alemania) y aumentarían las oportunidades de exportar de los PIIGS, lo que incrementaría su tasa de crecimiento.

El encabezado de la mencionada carta resume la realidad griega: su crisis es una crisis europea y necesita soluciones europeas, más allá de los paquetes de emergencia.

Esta crisis difícilmente traerá consigo el fin del euro, como algunos auguran; la eurozona se mantendrá, pero sólo porque permaneciendo en ella, los países tendrán acceso a los líquidos mercados financieros de la misma. Países como la RFA y Francia, que tanto se han beneficiado del euro y del mercado común de bienes y servicios, lucharán por la permanencia del bloque.

Curiosamente, hay quienes en EUA desean que el euro se debilite hasta el punto de desaparecer. Lo que ese país y sus empresas necesitan en este momento es exportar; para ello lo mejor que puede pasar es que el euro se fortalezca, puesto que a las exportaciones de EUA les falta competitividad y el país tiene un gran déficit comercial. A EUA no le conviene que cuando hay incertidumbre en el mundo, el dólar valga más, pues eso afecta a sus exportaciones y a su economía en general.

En relación con la difícil situación europea, es inevitable referirse a otro acuciante problema mundial: el aumento de los desequilibrios globales, problema que saltó nuevamente a la mesa de discusiones a raíz de la crisis financiera. Estimaciones de la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE) indican que la aguda declinación en el tipo de cambio del euro, junto con un bajo crecimiento europeo, producirá un superávit en la eurozona de, al menos, 300 mmd anuales en los próximos años. Las políticas fiscales restrictivas en Europa, junto con el nuevo presupuesto equilibrado de la RFA, deprimirán la demanda interna y se requerirá una política monetaria expansiva que debilitará todavía más al euro (Bergsten, 2010).

## Fuentes Consultadas

- Arestis, Philip et al. [2010], “Open letter to European policymakers: the Greek crisis is a European crisis and needs European solutions beyond emergency packages”, 18 de mayo, en línea.
- Baldwin, Richard; Daniel Gros y Luc Laeven (eds.) [2010], *Completing the eurozone Rescue: What more needs to be done?* Londres, Reino Unido, Centre for Economic Policy Research, A VoxEU.org Publication, junio.
- Bergsten, C. Fred [2010], “New Imbalances Will Threaten Global Recovery”, *Financial Times*, 10 de junio.
- Bernanke, Ben S. [2010], Federal Reserve’s semiannual *Monetary Policy Report to the Congress*, 21 de julio,  
<http://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/bernanke20100721a.pdf>
- BIS [2010], “Locational Banking Statistics”, Bank for International Settlements, Basilea, Suiza.
- CEBS [2010], *Results of the EU-wide stress-testing exercise*, [www,c-ebs.org](http://www.c-ebs.org).
- Chapoy, Alma y Alicia Girón [2010], *Hacia la reestructuración del sistema financiero internacional*, en prensa.
- Consejo de la Unión Europea [2010], Sesión extraordinaria, Asuntos Económicos y Financieros, Bruselas, Press Release 9596/10, 9-10 de mayo.  
<http://www.consilium.europa.eu/App/NewsRoom/related.aspx?bid=93&grp=SI>
- European Union [2010], “Comunicado al G20 fijando la posición de la UE”, Bruselas, 22 de junio.
- Ewing, Jack [2010], “Debtor’s Prism: Who Has Europe’s Loans?”, *The New York Times*, Frankfurt, Alemania, 4 de junio.
- Financial Times [2010], <http://ft.com/marketsdata>, 24 de junio.
- G20 [2010], “The G-20 Toronto Summit Declaration”, 26-27 de junio,  
[http://www.pm.gc.ca/grfx/docs/20100627\\_G20\\_Declaration\\_EN.pdf](http://www.pm.gc.ca/grfx/docs/20100627_G20_Declaration_EN.pdf)
- Gurría, Ángel [2010], “Why sound institutions and smart regulation matter”, Berlín, 20 de mayo, OECD,

[http://www.oecd.org/document/51/0,3343,en\\_2649\\_34593\\_45263475\\_1\\_1\\_1\\_1,00.html](http://www.oecd.org/document/51/0,3343,en_2649_34593_45263475_1_1_1_1,00.html)

IMF [2010], “Greece: Request for Stand-by Arrangement”, *IMF Country Report* no. 10/111, Washington, D.C., IMF, mayo.

Krugman, Paul [2010], “The Third Depression”, *The New York Times*, 27 de junio, <http://krugman.blogs.nytimes.com/2010/06/28krugman.html?src=me&ref=homepagem>

Minsky, Hyman (1986), *Stabilizing an Unstable Economy*, EUA, 20<sup>th</sup> Century Fund Report.

Moya, Elena y David Teather [2010], “Soros warns that German economic policy could destroy eurozone”, [guardian.co.uk](http://guardian.co.uk), 23 de junio.

Obama, Barack [2010], “Letter from the President to G-20 Leaders”, Office of the Press Secretary, [www.whitehouse.gov](http://www.whitehouse.gov), 18 de junio.

Persaud, Avinash D. [2010], “The Narrative Outside of Europe about Europe’s Fiscal Crisis is Wrong”, en Baldwin, Richard; Daniel Gros y Luc Laeven (ed.), *Completing the eurozone Rescue: What more needs to be done?*, Londres, Centre for Economic Policy Research, A VoxEU.org Publication, junio.

Reinhart, Carmen y Kenneth Rogoff (2009), *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press, New Jersey.

Roubini, Nouriel [2010a], “Regreso al abismo”, *Project Syndicate*, 14 de mayo de 2010. <http://www.project-syndicate.org/commentary/roubini25/Spanish>  
[2010b], “Order from Chaos: a Restructuring Plan for Greece’s Public Debt”, *Roubini Global Economics*, 28 de junio.

Sachs, Jeffrey D. y Felipe Larraín [1994], *Macroeconomía en la economía global*, México, Prentice Hall Hispanoamericana, S.A.

Sinn, Hans-Werner [2010], “¿Cuál crisis del euro?”, *Project-Syndicate*, 25 de junio, <http://www.project-syndicate.org/commentary/sinn32/Spanish>

Tarullo, Daniel K. [2010], “International response to European debt problems”, testimonio ante la Cámara de Representantes, Washington, D.C. 20 de mayo, <http://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/tarullo20100520a.htm>