

# **Crisis de la Deuda en Europa: ¿Cerca del Colapso?<sup>1</sup>**

Daniel Munevar<sup>2</sup>

Cuando prestamos atención a la discusión en torno a la actual situación en Europa, es recurrente escuchar términos tales como países Ricos Altamente Endeudados (PRAE), Crisis generalizada de Deuda Soberana, así como un posible colapso del Euro. También se ha llegado a plantear frecuentemente que tras el impacto de la Crisis, el incremento de los déficits fiscales y de la deuda, están poniendo en entredicho la sostenibilidad del sistema de bienestar europeo. Quiero entonces explorar algunas de estas cuestiones. La presentación está dividida en dos partes. En la primera se expone un marco teórico que será utilizado como referencia para el análisis de los problemas del viejo continente, y en segunda instancia me concentraré específicamente en la situación actual de Europa.

## **La Teoría: Balances Financieros y Ciclos Globales de Capital**

El punto de partida para el presente análisis es el enfoque de Balances Financieros desarrollado en el Levy Institute por el economista inglés Wynne Godley. Este marco teórico analiza los flujos y stocks financieros a nivel macroeconómico, haciendo énfasis en la conexión de los balances financieros de los diferentes sectores en una economía. La evolución de los balances financieros sectoriales, y mas específicamente la acumulación sostenida de pasivos en el sector privado, están asociadas posiciones de inestabilidad financiera, tal como lo demuestra el trabajo de Hyman Minsky.

Así, tenemos que en una economía:

Ingreso Agregado= Gasto Agregado/  $Y=E$ ,

Y que:

---

<sup>1</sup> El artículo representa una transcripción de la conferencia presentada en la Universidad Nacional de Colombia, bajo el título "Crisis de la Deuda en Europa: ¿Cerca del Colapso?". El autor quisiera agradecer especialmente a Juan David Moreno por realizar el trabajo de transcripción, así como por sus comentarios y sugerencias. La presentación en Prezi se encuentra disponible en: [http://prezi.com/hcuwd90t7x\\_y/crisis-de-la-deuda-en-europa-a-las-puertas-del-colapso/](http://prezi.com/hcuwd90t7x_y/crisis-de-la-deuda-en-europa-a-las-puertas-del-colapso/)

<sup>2</sup> Analista del CADTM. Email: [danielmunevar@cadtm.org](mailto:danielmunevar@cadtm.org) / Twitter: @danielmunevar

Ahorro Agregado= Inversión Agregada / S=I.

Estas ecuaciones son ciertas para una economía en su conjunto en cualquier momento, pero no para cada sector a la hora de desagregarlos. El modelo de balances financieros, divide a la economía en tres sectores: Gobierno, Sector Privado Doméstico (hogares y corporaciones), y Sector Externo. En los desequilibrios que aparecen a nivel sectorial se generan las dinámicas de inestabilidad financiera. La siguiente ecuación muestra la identidad macroeconómica que relaciona los balances sectoriales:

$$\text{Balance Financiero Sector Privado (BFSP)} = - \text{Balance Financiero Sector Publico} \\ (\text{BFSP}) + \text{Balance Cuenta Corriente (BCC)}$$

De esta forma, todo el gasto de un sector se ve reflejado inmediatamente en los ingresos del resto. Como se señaló anteriormente cambios en las decisiones de gasto y ahorro de un sector tienen implicaciones para los balances en los demás. La lógica principal del planteamiento es la acumulación de balances financieros positivos por parte de un sector en un periodo de tiempo determinado implica una acumulación neta de activos financieros. De forma opuesta, la presencia sostenida de balances financieros negativos implica una situación de ahorro neto negativo y por ende una acumulación de pasivos a nivel sectorial.

El hecho que los pasivos generados por un sector representan los activos de otro indica que a través del tiempo se crean relaciones entre las hojas de balance de todos los sectores. Mas importante aun, la aparición de dinámicas de inestabilidad financiera en un sector, asociadas a altos niveles de endeudamiento, tiene efectos directos sobre la solvencia del resto. Ello se debe a que un repudio parcial o total de la deuda por parte de un sector se traduce de forma directa en perdidas en el valor de los activos del resto de los sectores. Así, la interconexión de las hojas de balance sectoriales representa un elemento crucial a la hora de entender la evolución de la estabilidad macroeconómica de un país.

Lo importante de analizar dicha dinámica a nivel nacional es considerar que también tiene repercusiones a nivel internacional, en la medida que todas las hojas de balance a nivel global se entrelazan. Ahí es donde entra el enfoque de los Ciclos Globales de Capital, que analiza como los balances financieros de un país

pueden afectar los balances financieros y estructura macroeconómica de otros países.

Así, los saldos financieros globales están conectados y se influyen mutuamente, pero ¿Cuál es la dirección de la influencia?: La teoría neoclásica, centra su análisis en los factores macroeconómicos nacionales, dejando de lado la evolución de las condiciones de los mercados financieros globales. Pero cada vez más investigaciones están reflejando que en realidad los factores nacionales no son tan importantes a la hora de comprender cómo evoluciona la inestabilidad macroeconómica de un país o región en particular. Desde la perspectiva de la estabilidad de los mercados financieros periféricos, un factor clave son las condiciones de los centros financieros globales en los países desarrollados.

Una forma de ver esto es considerando la economía global en su conjunto. La economía global esta compuesta por una periferia de economías en desarrollo, y un centro compuesto por economías desarrolladas. En este sistema tienen lugar los denominados ciclos globales de capital. A lo largo de la historia, tales ciclos han seguido la siguiente lógica: en primer lugar tiene lugar un proceso de innovación financiera y tecnológica en los centros financieros globales (Reino Unido, EEUU), que a su vez genera incrementos en la liquidez y el crédito a nivel local y nacional. Eventualmente, la expansión de la liquidez induce a un incremento en la toma de riesgos lo que lleva a una salida masiva de capitales hacia la periferia del sistema en búsqueda de márgenes de ganancia mas altos.

Si analizamos la hoja de balance de una economía avanzada, a través del enfoque de balances financieros, luciría de la siguiente forma: la exportación de capitales, o en otras palabras el alto superávit comercial, se refleja en una acumulación de activos del sector privado en las economías desarrolladas, asociada a un ligero déficit o inclusive superávit del sector público. En su conjunto el sector domestico agregado, el cual incluye al sector publico y privado, estaría acumulando activos en la forma de pasivos generados por agentes externos. Sin embargo cual es el impacto de esta dinámica en las economías y mercados financieros menos desarrollados que emiten dichos pasivos?.

La contraparte de los flujos de capital que se dirigen a la periferia, es una expansión del déficit de cuenta corriente en los países que reciben tales flujos. A su vez ese déficit implica la acumulación de pasivos por parte del sector externo de las economías de la periferia. Debido a que el déficit de cuenta corriente se

debe a un flujo neto de capitales, estos tienen como efecto una expansión del crédito interno en las economías de la periferia la cual incrementa los niveles de gasto agregado y con ello las tasas de crecimiento económico. Esta dinámica tuvo lugar en América Latina durante los años 70, y así mismo en los países de la periferia de Europa durante la última década.

La configuración de balances sectoriales en las economías receptoras de grandes flujos de capital sigue el siguiente patrón: el déficit del sector externo se ve reflejado de forma directa en un déficit del sector privado doméstico, debido al rápido crecimiento del crédito a este último sector. Los altos niveles de gasto y crecimiento económico, se traducen en ingresos fiscales por encima del promedio, lo cual implica bajos déficits fiscales e inclusive superávits. El problema con esta configuración de balances sectoriales es que la fragilidad financiera que se está incubando, no se percibe sino hasta que es demasiado tarde ya que los análisis tradicionales se concentran solo en la evolución del balance del sector público. De esta forma se ignora la aparición de fuentes de inestabilidad financiera en las hojas de balance del sector privado.

La situación descrita está asociada a una dependencia de financiamiento externo en la medida que las condiciones favorables en los mercados internos de crédito solo se pueden sostener mientras sigan las entradas de capital para financiar el déficit externo y la acumulación de deuda del sector privado doméstico. Sin embargo al llegar un momento de inestabilidad en los mercados financieros más avanzados, asociada a la excesiva expansión del crédito, tal condición se deja de cumplir. En la medida que los inversores deban liquidar sus posiciones en mercados de la periferia para cumplir con requerimientos de liquidez en los mercados avanzados, tiene lugar una salida de capitales desde la periferia hacia el centro. De esta forma países y regiones enteras son incapaces de refinanciar sus posiciones lo que lleva a una crisis de la deuda.

Una vez se produce este cambio en la dirección de los flujos de capital, la configuración de los balances financieros sectoriales de las economías de la periferia cambia de forma radical. Primero se produce un colapso del déficit del sector externo, toda vez que los flujos de capital que lo financian se evaporan en medio de la inestabilidad y volatilidad en los mercados financieros globales. De la misma forma el sector privado doméstico recorta de forma significativa su gasto con el objetivo de consolidar sus hojas de balance a través de la reducción de sus

niveles de endeudamiento. Dicho de otra forma, el balance del sector privado domestico pasa a una situación de ahorro neto positivo que le permita hacer frente a las obligaciones derivadas de la acumulación de pasivos durante el periodo previo. En la medida que este cambio en las decisiones de gasto y ahorro del sector privado domestico implica una fuerte caída del gasto, la economía solo puede mantener los niveles previos de crecimiento a través de un incremento del gasto del sector publico, y con ello un incremento de su déficit. De esta forma, en el contexto del colapso de una burbuja de crédito del sector privado y del sector externo, solo la expansión del déficit publico, y con ello la rápida acumulación de deuda por parte de este sector, permite generar los flujos de ingreso que le permiten al sector privado recomponer sus hojas de balance.

Así vemos como el comportamiento de los tres sectores se interrelaciona y afecta mutuamente. No es posible analizar de forma coherente el impacto de las decisiones de política fiscal si se observa los balances del sector publico de forma independiente. Es necesario prestar atención a la evolución conjunta de los diferentes balances sectoriales para comprender como la acumulación masiva de pasivos por parte de un sector puede cambiar de forma radical la configuración de patrones de gasto y crecimiento económico.

La siguiente pregunta que es necesario hacerse, es que ocurre una vez un ciclo de capital global llega a su fin en medio de una crisis generalizada de endeudamiento. En una primera instancia, los acreedores intentan posponer en el tiempo el reconocimiento de las perdidas en sus portafolios de crédito. Sin embargo en la medida que los créditos en default aumentan, llega un momento en que las perdidas son reconocidas de forma generalizada. Este proceso de default, facilita la posterior reestructuración de las hojas de balance tanto de acreedores y deudores a través de su simplificación. Debido a que este proceso de simplificación de hojas balances implica una significativa reducción del crédito, y con ello de los niveles de gasto, la economía global experimenta un periodo prolongado de bajo crecimiento económico que puede extenderse a lo largo de una o dos décadas.

En los últimos dos siglos hemos tenido cuatro de estos Ciclos Globales de Capital. El primero va desde 1820 a 1830 y concluyo con el colapso de todos los mercados de deuda soberanos creados en América Latina durante el periodo de revoluciones e independencias de principios del siglo XIX. El segundo ciclo,

ocurrió entre 1870 y 1880, y tuvo fin en medio de una masiva caída de precios de materias primas y defaults por parte de los principales exportadores de estas a nivel global. El tercer ciclo global de capital tuvo lugar en el periodo de entre guerras, y el cuarto y último tuvo lugar en la década de los 80, el cual concluyo con la crisis de la deuda y década perdida en America Latina. Actualmente existe una discusión en cuanto a la caracterización de la situación actual. Es decir si la crisis de 2008 es el colapso de un quinto ciclo global de capital que tuvo sus orígenes a principios de los años noventa. La evidencia disponible indica que este es probablemente el caso, por lo que estaríamos a puertas de un periodo prolongado de bajo crecimiento económico y de retroceso del crédito y el sector financiero a nivel global.

### **Los Balances Sectoriales Europeos**

Si nos remitimos a las discusiones que se presentan de forma regular en la prensa y los medios de comunicación, el elemento que mas se resalta de forma publica es la cuestión de la deuda soberana. Así vemos como se señala de forma repetida e insistente que los problemas por los cuales atraviesan varios países de la zona Euro tienen como origen los altos niveles de endeudamiento publico producto de años de malos manejos y despilfarro. El problema con este tipo de análisis es que ignora la relación entre los diferentes balances financieros, y de forma especifica deja de lado el estudio de la evolución de los balances financieros del sector privado doméstico. De esta forma es posible decir que al concentrarse solo en el estudio del balance financiero del sector publico, el análisis convencional solo estaría mirando la punta del iceberg del problema. Si se quiere entender de forma comprensiva la raíz y magnitud de los retos que enfrentan los países de la zona Euro, es necesario observar la evolución de los balances sectoriales en su conjunto desde el momento de la creación de la moneda común europea.

Un análisis de este tipo revela de forma clara, que los problemas de la zona euro en general, y de la deuda soberana en particular están asociados con la creación del Euro. Desde su implementación, el Euro eliminó el mecanismo tradicional de ajuste de los diferenciales de productividad entre el centro, representado por países como Holanda y Alemania, y la periferia europea representada por países como España, Italia y Portugal. En el periodo de la

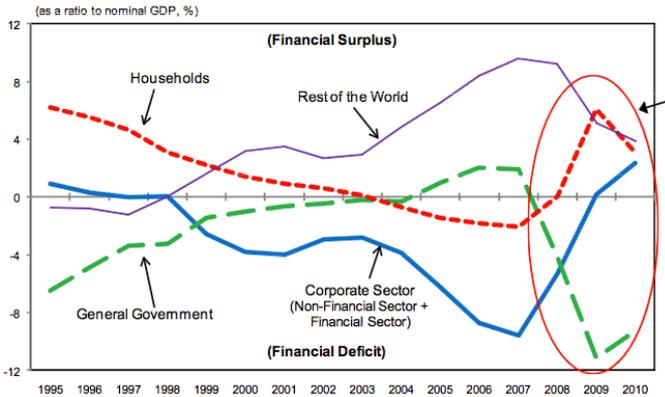
posguerra, los desequilibrios comerciales que aparecían producto de este diferencial de productividad, se resolvían a través de sucesivas devaluaciones de las monedas de los países de la periferia. Al crear una tasa de cambio común, este mecanismo desapareció y los países de la periferia se vieron obligados a competir en desigualdad de condiciones con países con niveles de productividad significativamente más altos. A diferencia de lo que ocurría en el pasado, los déficits de cuenta corriente de los países de la periferia crecieron de forma descontrolada durante los primeros años de existencia del euro ya que no existía un mecanismo para contrarrestar esta situación.

De hecho la integración de los mercados financieros europeos, facilitó el crecimiento de este desequilibrio comercial. Las bajas tasas de interés permitieron el financiamiento a bajo costo del déficit de cuenta corriente de países como España, Portugal o Grecia. Así, la contraparte de este creciente déficit externo, fue el crecimiento del balance negativo del sector privado doméstico. Esto es, los flujos de capital externo originados en el centro de la economía europea y que se dirigieron a la periferia, indujeron una burbuja de crédito del sector privado en esta última. De esta forma la expansión del gasto de hogares y corporaciones, que permitió a crecer a tasas por encima del promedio a los países de la periferia europea estuvo financiada en gran medida por flujos de capital provenientes del exterior.

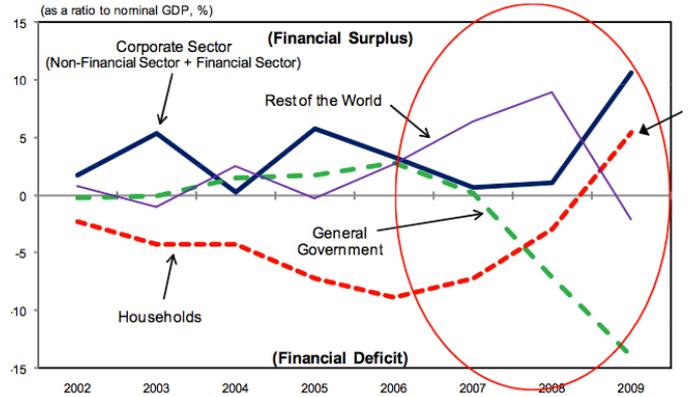
Sin embargo las características de como ocurrió este proceso, no son iguales en todos los casos. El gráfico 1, muestra la evolución de los balances sectoriales en diferentes países europeos. En primer lugar tenemos a España, donde es posible observar una mejora sostenida del balance del sector público durante el periodo 1996-2007, que eventualmente llevó a un superávit fiscal entre 2004 y 2007. La contraparte de esta situación fue un lento y progresivo deterioro de las finanzas de los hogares y el sector corporativo, principalmente ligado al sector de la construcción. Esta situación estuvo asociada a una significativa acumulación de deuda por parte de ambos sectores, que será analizada más adelante. Tras la crisis de 2008, hogares y corporaciones recortan de forma masiva el gasto, toda vez que pierden su acceso al crédito, lo que lleva a la generación de ahorro neto positivo por parte del sector.

# Gráfico 1 - Balances Sectoriales en Europa

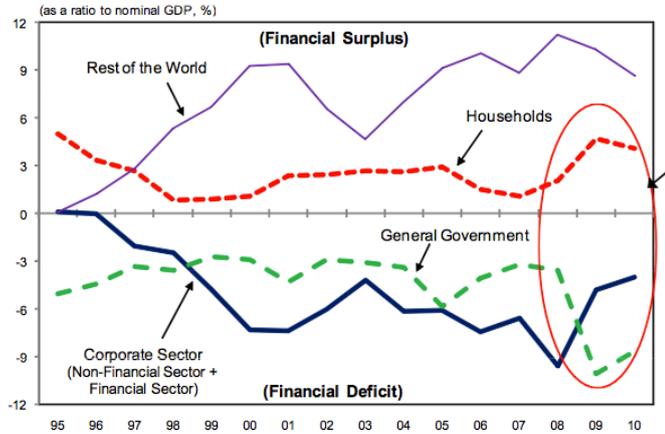
## España



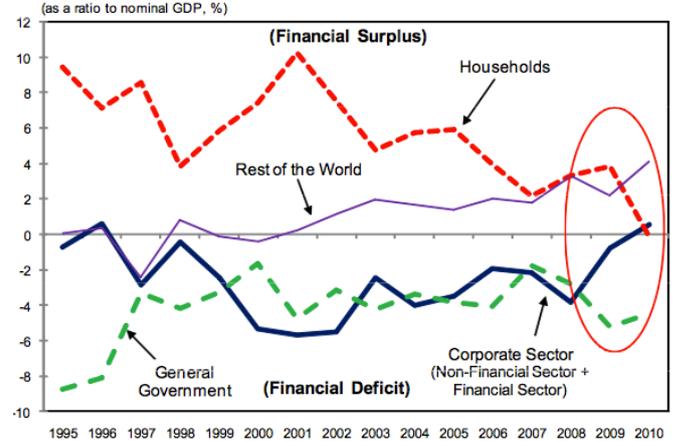
## Irlanda



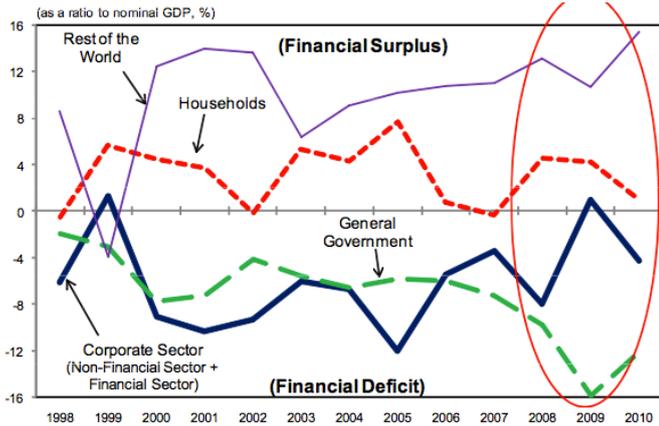
## Portugal



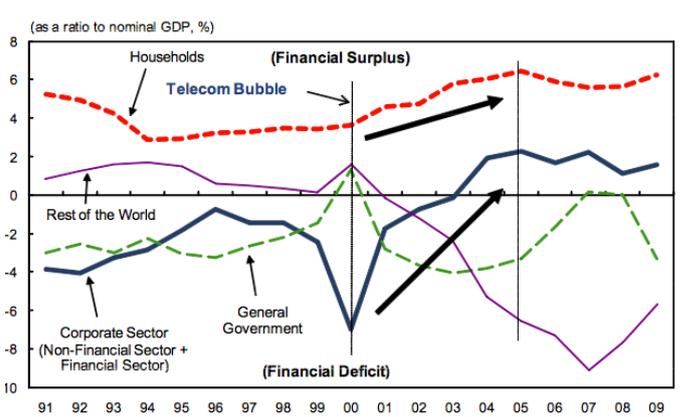
## Italia



## Grecia



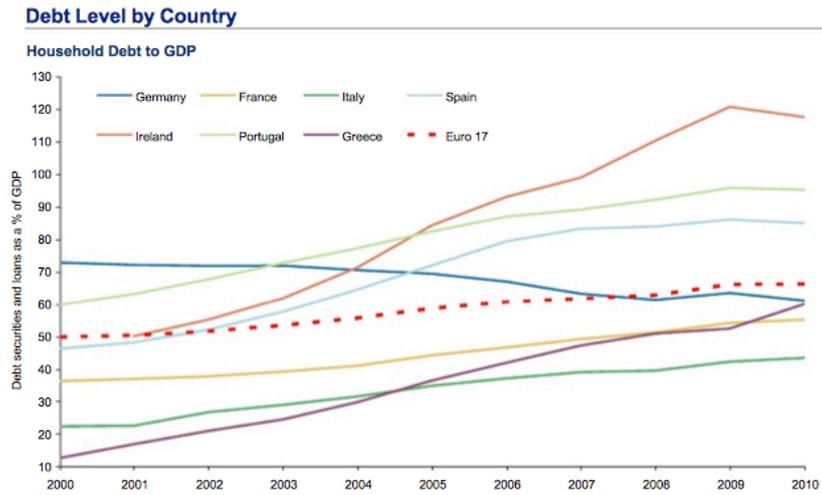
## Alemania



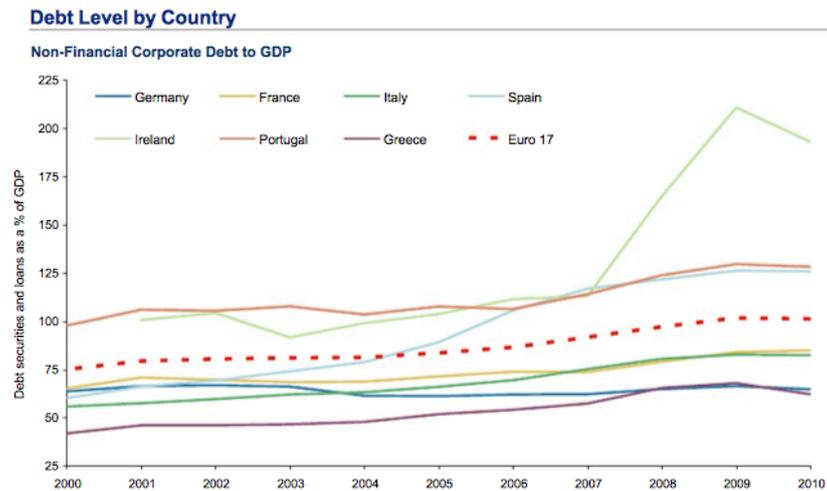
Fuente: Koo (2011)

## Gráfico 2 - Acumulación Deuda a Nivel Sectorial Europa

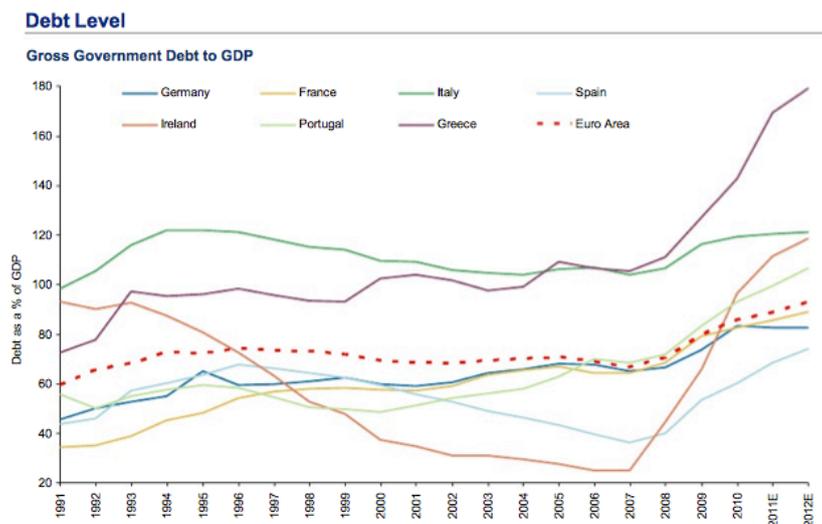
### Deuda Sector Hogares



### Deuda Sector Corporativo No Financiero



### Deuda Publica



Fuente: Morgan Stanley (2011)

Si observamos los demás países europeos en el Gráfico 1 tenemos una imagen similar. Por ejemplo en Portugal, el sector público registraba déficit bajos pero constantes a lo largo del periodo combinados con un significativo deterioro de las finanzas del sector corporativo. El financiamiento de dichos déficit se realizó a través de una masiva entrada de capitales, que como se señalo anteriormente, creció de forma dramática con la introducción del euro.

En cuanto a Grecia, país que es el foco principal de atención en la situación actual, vemos uno de los pocos casos donde si existía un deterioro de las finanzas publicas previo a la crisis de 2008. Sin embargo se puede observar claramente que como en el caso de Portugal, el sector corporativo también registraba un déficit significativo. Mientras tanto en el periodo previo al 2008, se produce una importante caída en el ahorro neto positivo del sector de los hogares. Como en los anteriores casos, la caída del financiamiento externo vía entrada de capitales provoca una reclinación de los balances sectoriales. Los sectores de hogares y corporativo reducen de forma significativa sus gastos para consolidar sus hojas de balances, lo que se ve reflejado de forma inmediata en la expansión del déficit publico, y con el, de la deuda.

Si seguimos nuestro análisis, en Italia se presentó una lenta caída del balance positivo de los hogares de forma paralela a un déficit publico bajo y estable. En Irlanda, mientras tanto tenemos otro caso de masiva expansión del déficit financiero de los hogares que determina la evolución del resto de los balances de la economía. Una vez se rompe la burbuja en el sector financiero, los hogares pierden su acceso al crédito, con lo cual el gasto privado registra una fuerte contracción. Esta contracción del gasto del sector privado, de mas del 10% del PIB, inmediatamente en una caída de los impuestos y por ende en el deterioro de las finanzas públicas.

Pero si en todos estos casos se observa que el financiamiento para la expansión del crédito al sector privado estuvo asociado a fuertes entradas de capital, entonces la siguiente pregunta a responder es que entidades en el exterior estaban otorgando este financiamiento? La respuesta es que el crédito que financio la expansión de los déficit externos de la periferia europea fue otorgado por instituciones financieras en Alemania, Francia, Bélgica, Holanda y el Reino Unido. En este sentido el estudio de lo ocurrido en la economía alemana es clave

para entender los desequilibrios estructurales y financieros de los países en la zona Euro.

Tras la implementación del Euro, los altos niveles de productividad de la industria alemana indujeron a una expansión sostenida del superávit comercial de este país con el resto de los países de la zona euro, y especialmente con los países de la periferia europea. La contraparte de este importante superávit de cuenta corriente, fue un incremento en el ahorro neto positivo de hogares y corporaciones alemanas. Esto es, los pasivos emitidos en la periferia europea se convirtieron en la base de acumulación de activos financieros por parte del sector privado alemán. De esta forma los balances positivos del sector privado doméstico alemán fueron reciclados por medio de flujos de capital hacia la periferia de Europa financiando el consumo en los países periféricos, y manteniendo así la demanda por exportaciones alemanas. Cuando empieza a tener problemas este sistema al caer la demanda por exportaciones de Alemania y con ello el superávit externo, producto de la caída del crédito al sector privado en países como España o Grecia, ello trae como contraparte un deterioro del balance del sector público.

Este tipo de análisis pone de relieve que no es posible entender los orígenes de la crisis en Europa sin analizar la relación de los balances sectoriales a nivel nacional y regional. Mas importante aun, indica que los pasivos generados en la periferia europea son la otra cara de la moneda de los activos que se encuentran en las hojas de balance de instituciones financieras de países como Alemania, Bélgica y Holanda. Dicha relación de interdependencia entre las hojas de balances de los diferentes sectores indica que la verdadera discusión se refiere a la distribución de las pérdidas entre acreedores y deudores una vez el inevitable proceso de reestructuración tenga lugar. En la siguiente sección analizaremos la magnitud de esta disputa.

## **Balances Sectoriales y Acumulación de Deuda en Europa**

En la sección anterior se observó el comportamiento de los balances sectoriales europeos a lo largo de los últimos años, ahora se analiza la acumulación de obligaciones financieras derivadas de dichos balances. El Gráfico 2 muestra la evolución de la deuda del sector público, hogares y corporaciones

no financieras como porcentaje del PIB durante los últimos 10 años para un conjunto de economías europeas. Si se observa lo ocurrido con el endeudamiento de los hogares, resalta el contraste de lo ocurrido en Irlanda, Portugal, Grecia y España donde la deuda registra un rápido crecimiento a lo largo de periodo, mientras que en Alemania se produce una reducción de la misma. En el caso de la deuda del sector corporativo no financiero, se puede ver como la deuda de este sector crece de forma acelerada en Irlanda, Portugal y España alcanzando niveles superiores al 100% del PIB, muy por encima del promedio del resto del promedio del resto de la zona Euro.

Finalmente si se analiza el comportamiento de la deuda del sector publico se observa una tendencia muy interesante. Previo a la crisis del 2008, en todos los casos se presenta una tendencia a la estabilización o caída de la deuda publica como porcentaje del PIB. Solo una vez que golpea la crisis, y colapsa el gasto del sector privado producto de sus altos niveles de endeudamiento adquiridos durante el periodo previo, que se presenta un notable cambio en las tendencias de la deuda publica. Es decir que el tan citado y criticado crecimiento de la deuda publica que ha tenido lugar en varios países de la zona euro poco o nada tiene que ver con el manejo “inadecuado” de las finanzas gubernamentales. Este incremento es un resultado directo del colapso de la burbuja de crédito privado, que ante la falta de otros mecanismos para impulsar la demanda agregada de forma estructural, se convirtió en motor principal del crecimiento económico europeo durante los primeros años del euro.

Es en este punto donde es necesario regresar al enfoque de Balances financieros explicado en la primera sección. Si el análisis precedente muestra que el problema central que enfrenta Europa son los altos niveles de endeudamiento del sector privado, los cuales limitan su capacidad de gasto, entonces es claro que cualquier solución que se proponga debe partir del retorno de las finanzas de este sector a una situación de sostenibilidad. Ello implica que hogares y corporaciones en países como España o Grecia, deben reducir sus niveles de endeudamiento, para así poder incrementar sus niveles de gasto y de esta forma impulsar la demanda agregada. Sin embargo para que el sector privado de los países europeos pueda desapalancarse se requieren dos condiciones, dada la identidad básica de los balances financieros:

$$\text{Balance Financiero Sector Privado (BFSP)} \equiv - \text{Balance Financiero Sector Publico} \\ (\text{BFSP}) + \text{Balance Cuenta Corriente (BCC)}$$

Para que el sector privado domestico pueda mantener un ahorro neto positivo, que permite de esta forma reducir sus niveles de endeudamiento, se tiene que dar una combinación de déficit de sector publico junto a superávit de cuenta corriente. La condición clave de esta combinación es que el superávit de cuenta corriente debe de ser siempre superior al déficit fiscal. Cualquier otra combinación de balances sectoriales implicaría un deterioro posterior de los problemas de endeudamiento del sector privado, en un escenario caracterizado por la caída en los niveles de gasto y de precios de los activos.

El problema en este sentido es que la estructura institucional presente en Europa impide alcanzar un resultado que reduzca la inestabilidad y fragilidad financiera del sector privado de ciertos países de la zona euro. Por un lado, el Tratado de Maastricht limita la capacidad de los estados de utilizar la política fiscal como herramienta para reactivar el gasto en las economías. Por el otro, el euro al tener un efecto negativo sobre la competitividad de los países de la periferia, configura básicamente lo que representa un déficit de cuenta corriente de carácter estructural para estos países.

En un escenario de este tipo, los intentos de consolidación de las hojas de balance del sector financiero tienen el potencial de arrastrar a las economías europeas a un serio ciclo de deflación financiera. Ello se debe a la combinación de dos factores. Primero, la caída del gasto del sector privado asociada a la necesidad de incrementar los niveles de ahorro induce a una caída en la demanda agregada que puede ser especialmente fuerte si no existe un elemento compensatorio como la expansión del déficit fiscal. El segundo factor, es que a medida que el sector privado trata de consolidar sus hojas de balance liquidando activos para hacer frente a las obligaciones derivadas de sus pasivos, esta situación causa una caída generalizada en los precios de los activos.

De esta forma los problemas de insolvencia en vez de resolverse, se profundizan con el tiempo reforzando el ciclo deflacionario y recesivo. Dada esta situación, la única entidad con capacidad de hacerle frente a estas fuerzas son los gobiernos, pero los actuales planes de ajuste bajo el enfoque impuesto por la Comisión Europea y el FMI lo imposibilitan.

Es precisamente la absurda insistencia por parte de estas instituciones en la implementación de duros planes de ajuste, la que está abocando a un buen número de países europeos a la llamada Paradoja de la Austeridad. Para entender lo que dicha paradoja representa solo es necesario analizar el comportamiento de deuda pública en varios países europeos tras el comienzo de la implementación de los citados planes. En el caso de Grecia, en el momento en el cual inició la intervención de la troika, la deuda representaba alrededor de 130% del PIB. Tras dos años de ajuste actualmente el país heleno tiene un endeudamiento cercano al 160% del PIB. Para que los niveles de deuda pública griega regresen a los niveles de sostenibilidad establecidos por el tratado de Maastricht, este país tendría que registrar un superávit primario de más del 7% de hoy hasta el 2030. Si este mismo análisis es extendido a otros casos, España debería registrar un superávit primario de 3%, Portugal en el orden del 4%, e Irlanda de más del 5%<sup>3</sup>.

Lo que no tienen en consideración los análisis convencionales, es el impacto de la austeridad en las finanzas del sector privado y que llevan a la citada paradoja. En la medida que el Gobierno intente desapalancarse al mismo tiempo que el sector doméstico, las economías se avocan a un ciclo recesivo y depresivo toda vez los balances sectoriales son alcanzados con niveles de gasto agregado que se reducen progresivamente. Así la austeridad antes que reducir el problema hace imposible regresar a una situación de estabilidad, en la medida que reduce el gasto agregado y empuja a las economías a equilibrios con niveles de ingresos más bajos. De esta forma los intentos de consolidación de las finanzas públicas se ven frustrados de forma progresiva por la caída en la recolección de impuestos, la cual incrementa aún más el déficit público.

Entonces, si el actual esquema que se está implementando hace imposible alcanzar una reducción de la deuda privada y pública de forma sostenible, es claro que el único camino disponible para la resolución de esta contradicción es una repudiación de las deudas. Esto implica que las pérdidas asociadas al default se desplazan de los deudores a los acreedores, por lo que corresponde preguntarse acerca de la identidad de estos. Desde el punto de vista de la exposición de instituciones financieras a deuda pública de los países de la periferia europea, los bancos alemanes y franceses representan los acreedores más importantes y por ende los principales afectados por un escenario de impago

---

<sup>3</sup> Nomura (2011), "Europe Will Work - But it needs to strengthen its governance, fix its banks, and reform its structural policies", Nomura Global Economics, March 2011.

de esta deuda. Sin embargo si expandimos el análisis e incluimos también la deuda del sector privado la imagen es mucho mas preocupante, toda vez que como se muestra en el gráfico 2 los niveles de endeudamiento de hogares y corporaciones son en la mayoría de los casos mucho mayores que aquellos del sector publico.

Un escenario de impago, asociado a la salida de uno o varios países de la zona euro, implicaría de facto la insolvencia de las principales instituciones financieras europeas toda vez que las perdidas en su portafolio combinado de créditos al sector publico y privado superarían con creces sus reservas de capital. Este es el verdadero temor que hay existe actualmente en Europa y que guía las acciones de la Comisión Europea en su intento de proteger a toda costa el sector financiero del continente. Así, la deuda soberana es la fachada de un problema mucho más serio de insolvencia generalizada en el viejo continente.

### **Un Delicado Equilibrio**

La prioridad que le ha otorgado la Comisión Europea y el FMI a la protección de los bancos no constituye de ninguna manera una novedad. De hecho, el enfoque adoptado actualmente en Europa es muy similar al tomado por los reguladores financieros de los EEUU en los años 80 con respecto a la Crisis de la Deuda de América Latina. Desde el principio de dicha crisis fue claro para los reguladores que la mayor parte de los créditos no iban a poder ser recuperados. De acuerdo al FDIC, en 1983 ocho de los diez principales bancos norteamericanos estaban en condición de insolvencia si se les hacía reconocer las pérdidas en sus portafolios de créditos a países de América Latina. Los reguladores norteamericanos dejaron entonces que los bancos ignoraran dichas perdidas, al mismo tiempo que los obligaron a reconstruir sus hojas de balance. Este proceso involucro el recorte del crédito por parte de estas instituciones, de tal forma que pudieran reforzar sus bases de capital y así poder eventualmente hacer frente a las perdidas.

Este es precisamente el objetivo actual de los planes de ajuste impuestos por la Comisión Europea. Reconocer de forma interna que las deudas de la periferia del continente no pueden ni van a ser pagadas, al mismo tiempo que se le otorga a los bancos el mayor tiempo posible para reconstruir sus bases de

capital. El objetivo es que estos bancos puedan eventualmente asumir las pérdidas en su portafolio de créditos a la periferia europea sin ir a la bancarrota.

Así, el European Stability Financial Facility (ESFF) es el intento mas claro por parte de las autoridades europeas de postergar el proceso de reestructuración al crear una dinámica favorable de tipos de interés y crecimiento. La lógica detrás de este esquema, es que es preferible extender créditos sucesivos a Grecia, apostándole a una probabilidad baja pero existente de pago en algún momento del futuro, que forzar una reestructuración inmediata con la certeza de serios problemas para las entidades financieras europeas. Sin embargo el reconocimiento de la gravedad de la situación, ha hecho que recientemente se este hablando de forma abierta de la necesidad de acelerar este proceso de refuerzo de las bases de capital de los bancos a través de inyecciones directas de capital por medio del ESFF.

Ante este intento de resolver la crisis, el cual pone el peso de las pérdidas sobre los contribuyentes, la propuesta alternativa pasa por acelerar el proceso de reestructuración de la deuda de los países periféricos, reduciendo de esta forma su impacto negativo sobre el crecimiento. En cierto sentido es posible señalar que el Tratado de Maastricht es una versión moderna del Tratado de Versalles, en la medida que se les está imponiendo a los pueblos de la periferia de Europa el pago de deudas que están por encima de su capacidad económica. El deterioro en la calidad de vida que esta situación conlleva implica el fortalecimiento de un sentimiento de resentimiento contra el proyecto de integración europeo. De esta forma, es el incremento de las desigualdades en Europa y la austeridad las que representan la verdadera amenaza en contra de la integración.

Como se señalo anteriormente, las autoridades europeas piensan que pueden repetir en Europa el experimento de la crisis de la deuda de America Latina, donde el grueso del impacto de la crisis fue asumido por los deudores, mientras los acreedores lograron salir relativamente bien librados. Sin embargo las condiciones son muy diferentes en Europa, pues hay un proyecto de integración que implica bienestar conjunto. En el centro de Europa existe una falta de conciencia de las realidades políticas en la periferia, y ello trae consigo mayores divisiones que ya se pueden ver en Europa, y que traerá eventualmente el posible colapso del Euro ya que éste en su versión actual no es sostenible.

Es precisamente debido a este peligroso escenario y la necesidad imperiosa de liberarse del sistema de la deuda que se requiere retomar y hacer énfasis en la agenda de 8 puntos propuesta por el CADTM para Europa<sup>4</sup>. Esta incluye:

1. Realizar una auditoría de la deuda pública con el fin de anular la parte ilegítima.
2. Detener los planes de austeridad, son injustos y profundizan la crisis.
3. Instaurar una verdadera justicia fiscal europea y una justa redistribución de la riqueza. Prohibir las transacciones con los paraísos judiciales y fiscales. Luchar contra el fraude fiscal masivo de las grandes empresas y de los más ricos.
4. Poner en orden los mercados financieros, en especial por la creación de un registro de los propietarios de títulos, por la prohibición de las ventas a descubierto y la especulación en una serie de sectores. Crear una agencia pública europea de calificación.
5. Transferir los bancos al sector público bajo control ciudadano.
6. Socializar las numerosas empresas y servicios privatizados desde 1980.
7. Reducir drásticamente las horas de trabajo para crear empleos y aumentar los salarios y las pensiones.
8. Refundar democráticamente otra Unión Europea basada en la solidaridad.

La deuda no es la causa del problema, es consecuencia de un serio desajuste estructural dentro de la zona Euro que está relacionado con la falta de un sistema que permita transferencias del centro a la periferia, y que permita a los países de la periferia crecer sin recurrir al endeudamiento.

---

<sup>4</sup> Ver, "Ocho propuestas urgentes para otra Europa", por Eric Toussaint, disponible en: <http://www.cadtm.org/Ocho-propuestas-urgentes-para-otra>