

CRISIS EN LA ZONA EURO: PERSPECTIVA DE UN IMPAGO EN LA PERIFERIA Y LA SALIDA DE LA MONEDA COMÚN

C. Lapavitsas, A. Kaltenbrunner, G. Labrinidis,
D. Lindo, J. Meadway, J. Michell, J.P. Paineira,
E. Pires, J. Powell, A. Stenfors, N. Teles

School of Oriental and African Studies,
University of London. Research on Money and Finance

Fecha de recepción: enero 2011

Fecha de aceptación de la versión final: abril 2011

Resumen

El endeudamiento de España, Portugal y Grecia ha crecido en los últimos años debido principalmente a un sector privado que, incapaz de competir con éxito dentro de la zona euro, ha acumulado deuda tanto interna como externa. La deuda total - tanto pública como privada - plantea problemas graves para los bancos de los países del centro de la zona euro, que se enfrentan también a problemas de liquidez debido a la financiación de activos en dólares mediante pasivos en euros. Las políticas adoptadas por la UE pretenden rescatar a los bancos al tiempo que facilitan el endeudamiento de los Estados. Sin embargo, un simple análisis de la demanda agregada muestra que la austeridad que suponen tales medidas probablemente conduzca a la recesión. En este contexto, el presente documento analiza la opción del impago y la salida de la moneda común para los países periféricos. Esta estrategia ofrece la posibilidad de un crecimiento más fuerte y más equitativo, pero sólo si se lleva a cabo a iniciativa del prestatario. Adicionalmente, debería ir acompañada de un programa de reformas que invirtiera la orientación neoliberal de la política actual.

Abstract

The indebtedness of Spain, Portugal and Greece has grown in recent years primarily because of the private sector. Unable to compete successfully within the Eurozone, the private sector of peripheral countries has accumulated domestic and foreign debt. Aggregate debt – both public and private - poses severe problems for the banks of core countries, which also face liquidity problems because of funding dollar assets with euro liabilities. The policies adopted by the EU aim at rescuing banks, while facilitating the borrowing of peripheral states. However, a simple analysis of aggregate demand shows that the ensuing austerity is likely to lead to recession. In this light, the paper discusses the option of default and exit from the Eurozone for peripheral countries. This strategy offers the prospect of stronger and more equitable growth, but only if it takes place at the initiative of the borrower. It must also be accompanied by a programme of reforms that reverses the neoliberal thrust of current policy.

* Título original: "Eurozone crisis: the prospect of peripheral default and exit". Traducción: Pablo Aguirre Carmona.

INTRODUCCIÓN

La crisis que ha afectado a la zona euro tiene dos causas principales¹. La primera es la gran turbulencia iniciada en los mercados financieros de Estados Unidos en 2007 y que pronto se convirtió en una recesión mundial. Nos encontramos así ante una nueva fase de la crisis de financiarización del capitalismo contemporáneo. La crisis de la zona euro, en cierto modo, estaría reflejando el auge de las finanzas durante las últimas décadas y la transformación simultánea de las economías capitalistas maduras².

La segunda causa de la crisis se encuentra en la culminación de los sesgos estructurales en el interior de la zona euro. Una fuerte división interna ha surgido entre el núcleo o zona central, representado por Alemania, y la periferia, que podemos considerar formada por España, Portugal y Grecia³. Esta división se ha reflejado en la pérdida progresiva de competitividad de la periferia respecto al núcleo. Éste último ha visto cómo su competitividad se ha beneficiado de una extraordinaria presión sobre los salarios de los trabajadores que, en Alemania, ha supuesto prácticamente la congelación de los salarios reales durante más de una década. La pérdida de competitividad de la periferia ha generado un déficit sistemático en su cuenta corriente que supone, de forma complementaria, un superávit igualmente sistemático para Alemania. El estallido de la inestabilidad generalizada a finales de 2009 es un reflejo de los profundos desequilibrios dentro de la zona euro.

Sin embargo, la crisis de la zona euro es en primera instancia una crisis de deuda. Desde finales de 2009 los mercados financieros se han visto enturbiados por las presiones derivadas de la extraordinaria acumulación de la deuda de los países periféricos de la zona euro. En la sección 2 de este documento se muestra que la deuda periférica es el resultado del desequilibrio en las relaciones económicas entre la zona central y la periferia del área euro. Los países periféricos se han sumido en la deuda - pública y privada, interna y externa - a medida que han perdido competitividad en relación con el núcleo. La deuda se ha acumulado también como consecuencia del rápido avance de la financiarización en los países periféricos, un proceso que se ha reflejado en el crecimiento del sector financiero y en la expansión del endeudamiento de empresas y familias. La deuda pública, finalmente, comenzó a incrementarse rápidamente una vez que se inició la recesión de 2008-9.

¹ Este punto se explica en detalle en el informe de *Research Money and Finance* titulado *Eurozone Crisis: Beggar Thyself and Thy Neighbour*, de marzo de 2010, disponible en <http://researchonmoneyandfinance.org/media/reports/eurocrisis/fullreport.pdf>. El informe ha sido publicado como un libro en Grecia, y parcialmente modificado en el *Journal of Balkan and Near Eastern Studies*, 12 (4), 2010, pp 321-373.

² Véase Lavapistas C., 2009. Financialised Capitalism: Crisis and Financial Expropriation, *Historical Materialism*, 17:2, 114-148.

³ La periferia interna de la zona euro también incluye a Irlanda, que ha sido una parte tan importante de esta crisis como los otros tres países. Existe también una periferia externa que incluye sobre todo los países de Europa del Este. Pero para mantener el análisis en este artículo dentro de límites manejables, se optó por centrar la atención sólo en España, Portugal y Grecia.

Independientemente de su origen, la deuda tiene una lógica propia que ha determinado el desarrollo de la crisis. La sección 3 muestra que la acumulación de deuda en la periferia ha amenazado la liquidez y solvencia de los bancos europeos. La amenaza a los bancos ha sido consecuencia de dos motivos relacionados entre sí: en primer lugar, los bancos de la zona central se han visto fuertemente expuestos a los problemas de la periferia; en segundo lugar, los propios bancos han tenido que afrontar problemas continuados de financiación. En consecuencia, la crisis de la deuda ha amenazado con convertirse en una crisis bancaria. Esta es la razón de fondo por la cual las autoridades de la zona euro elaboraron un paquete con medidas extraordinarias de intervención en mayo de 2010, destinado a estabilizar los mercados financieros. Sin embargo, los bancos han continuado mostrando debilidad y sus problemas no han desaparecido.

La contrapartida del rescate a los bancos por parte de los gobiernos de la eurozona ha sido la imposición de la austeridad en la periferia y también en gran parte del centro. La sección 4 muestra que la austeridad presiona sobre el único elemento de la demanda agregada que ha demostrado algún dinamismo en los últimos dos años, que es el gasto público. Es probable, además, que la austeridad reduzca el consumo, lo que supondría un golpe adicional a la demanda agregada. La posibilidad de una recesión severa en toda la zona euro en un futuro próximo no se puede descartar. Además, dado que la austeridad se ha extendido más allá de la periferia, podría desencadenar una presión a la baja de los salarios en los países de la zona central del euro. En consecuencia, la desventaja competitiva de la periferia, que se encuentra en el corazón de la crisis de la zona euro, es poco probable que desaparezca en el futuro. De hecho, lo que existe es una receta para una mayor inestabilidad económica y dislocación, en particular para los países periféricos. Por último, es probable que la austeridad logre cambiar el equilibrio de poder a largo plazo entre capital y trabajo, en favor del primero.

Si la austeridad es una vía de actuación lamentable, ¿qué alternativas hay? La crisis es tan profunda que posiblemente las alternativas sean de carácter radical, tanto económica como socialmente. El volumen de deuda de los países periféricos incrementa la posibilidad de que se llegue a un impago. En la sección 5 se argumenta que el impago, para ser eficaz, debe ser un proceso dirigido por el deudor y no por el acreedor. Si fuese el acreedor quien lo liderara, probablemente no se alcanzarían reducciones sustanciales de la deuda, pero sí significaría nuevos beneficios para los bancos. Por el contrario, un impago a instancias del deudor sí podría reducir significativamente la aplastante carga de deuda en la periferia, pero exigiría una total transparencia así como la participación de las organizaciones de trabajadores y la sociedad civil en la renegociación de la deuda. El impago a iniciativa del deudor, además, plantea la cuestión de la salida de la zona euro con el fin de reactivar la actividad económica en la periferia.

Es discutible que el impago, la renegociación de la deuda y la salida de la zona euro constituyan un camino preferible para los países que afrontan difíciles problemas de la deuda pública. La sección 5 concluye considerando la economía política del impago en la zona del euro y las posibles consecuencias de la salida de la moneda común de un único país periférico. El impago suscita cuestiones complejas relacionadas con la posición internacional del deudor y el equilibrio de fuerzas sociales internas. Además de los tenedores extranjeros de deuda pública, existen también titulares nacionales de deuda

pública, emisores nacionales de deuda privada que es adquirida por extranjeros y propietarios nacionales de activos extranjeros en el exterior. El impago supone diferentes oportunidades y amenazas para todos los actores implicados, y se requiere una acción decidida si se pretenden proteger los intereses de los trabajadores. Por otra parte, la salida supondría un fuerte impacto derivado del cambio de patrón monetario, y la devaluación sería uno de sus efectos. Se plantearían, en suma, importantes riesgos para la economía en su conjunto y sobre todo para los sistemas bancarios domésticos. Pero la salida podría también aminorar la debilidad competitiva que ha acosado a los países periféricos en la zona del euro.

En definitiva, los países periféricos afrontan duras disyuntivas y su situación refleja el fracaso histórico de la zona euro. La crisis podría ser gestionada de una forma no democrática que defendiera los intereses del capital, especialmente los de los países del núcleo de la eurozona. Pero también podría convertirse en una oportunidad para un cambio radical que alterase el equilibrio de las fuerzas sociales en favor del trabajo, tanto en la periferia como el núcleo. Si se establecieran las alianzas políticas y sociales adecuadas, la mordaza que actualmente está aprisionando a Europa entre la deuda y la austeridad podría ser eliminada.

UNA INMENSA ACUMULACIÓN DE DEUDA

En esta sección se presenta una visión sistemática de la deuda de la periferia europea utilizando la información disponible en diciembre de 2009. Se muestra que los países periféricos están muy endeudados y que la deuda es tanto interna como externa, pública y privada. Sin embargo, el peso relativo de cada tipo de endeudamiento varía considerablemente entre España, Portugal y Grecia, lo cual tiene importantes consecuencias para la trayectoria de la crisis en cada país.

Las causas del endeudamiento periférico se relacionan con la estructura de la zona euro y, de forma más general, con la tendencia mundial hacia la financiarización. Para ser más precisos, el endeudamiento se debe a la pérdida de competitividad de los países periféricos así como al rápido crecimiento del sector financiero en los últimos años. La participación en el Sistema Monetario Europeo ha tenido una especial importancia en este sentido, tanto por su contribución a la pérdida de competitividad como porque ha facilitado el crecimiento del sector financiero. La enorme acumulación de deuda de los países periféricos ha sido la consecuencia de la adopción de la moneda común.

Sin embargo, el patrón actual de endeudamiento refleja las condiciones económicas, sociales, institucionales y políticas de cada país. Se puede observar que el mayor incremento ha correspondido, con gran diferencia, a la deuda privada y no a la deuda pública. Por otra parte, los tenedores más importantes de deuda de los países periféricos son países de la zona central. Pero la proporción entre deuda pública y privada varía considerablemente en cada caso, al igual que el peso relativo de deuda externa e interna. En consecuencia, la amenaza que representa la deuda es significativamente diferente para cada uno de los tres países.

LA MAGNITUD DE LA DEUDA PERIFÉRICA

La Tabla 1 muestra la cifra agregada de deuda de España, Portugal y Grecia a 31 de diciembre de 2009.

Tabla 1: Deuda agregada (al final del 2009)

	España		Portugal		Grecia	
	EUR Miles de millones	%	E EUR Miles de millones	%	EUR Miles de millones	%
Deuda Total						
EUR Miles de millones	5,274		760		703	
% PIB	502%		464%		296%	
Por emisor						
Gobierno central	676	13%	121	16%	293	42%
Empresas financieras	1,628	31%	214	28%	120	17%
Empresas no-financieras	2,053	39%	246	32%	165	23%
Hogares	918	17%	178	23%	123	17%
		100%		100%		100%
Por instrumento						
Corto plazo	1,544	29%	247	33%	189	27%
Depósitos de no-residentes	508		122		106	
Bonos	156		44		11	
Préstamos	258		49		72	
Crédito comercial	623		32			
Largo plazo	3,73	71%	512	67%	514	73%
Bonos	1,472		173		301	
Préstamos	2,258		339		212	
		100%		100%		100%
Deuda Externa	% de la deuda total	% de la deuda total	% de la deuda total	% de la deuda total	% de la deuda total	% de la deuda total
EUR Miles de millones	1737	33 %	357	47 %	385	55%
% PIB	165%		218%		162%	
Por emisor	% de la deuda externa	% de la deuda externa	% de la deuda externa	% de la deuda externa	% de la deuda externa	% de la deuda externa
Gobierno central	299	17%	98	27%	206	53%
Empresas financieras	781	45%	187	52%	112	29%
Otros sectores	645	37%	73	20%	68	18%
		100%		100%		100%
Por instrumento						
Corto plazo	644	37%	158	44%	127	33%
Depósitos de los no-residentes	508		122		106	
Bonos	75		25		7	
Préstamos	17		1		13	
Crédito comercial	45		10		1	
Largo plazo	1,093	63%	198	56%	258	67%
Bonos	739		141		206	
Préstamos	354		58		53	
		100%		100%		100%

Fuente: España (Boletín Estadístico del Banco de España, Cuentas financieras nacionales y Balanza de Pagos, Posición Inversora internacional, Banco de España); Portugal (Boletín Estadístico del Banco de Portugal, Cuentas financieras nacionales y Balanza de Pagos, Posición Inversora internacional, Banco de Portugal); Grecia (Banco de Grecia, QEDS, FMI, Eurostat)

Hay varios aspectos de la deuda periférica que destacan y que requieren una explicación. En primer lugar, en términos absolutos, la deuda española es aproximadamente tres veces y media la suma de las deudas portuguesa y griega, siendo estas últimas de tamaño bastante similar entre sí. Por tanto, la insolvencia española supondría, en comparación con los casos de Grecia y Portugal, una amenaza para los mercados financieros mundiales de un calibre completamente diferente. Sin embargo, como proporción del PIB, el endeudamiento total de los españoles es muy similar al de los portugueses y ambos son significativamente mayores que el de los griegos. A partir de estos datos, la financiarización de la economía griega en su conjunto parecería estar menos avanzada que en los otros dos casos, como se demostrará posteriormente.

En segundo lugar, la composición de la deuda total es bastante diferente entre los tres países. La proporción entre deuda doméstica y deuda externa se sitúa en 67% a 33% para España, frente al 53% a 47% para Portugal y 45% a 55% para Grecia. Portugal y Grecia tienen, aproximadamente, la misma proporción de deuda externa e interna, mientras que España muestra una menor proporción de deuda externa. Este hecho daría a entender que la financiarización de la economía española es más pronunciada que la de los otros dos países. Sin embargo, el hecho más destacado es que los tres países presentan un endeudamiento externo muy importante con relación al PIB: un 165% en el caso de España, un 218% para Portugal y un 162% para Grecia.

En tercer lugar, la diferencia en la composición de la deuda total es aún más marcada cuando se considera el peso relativo de la deuda privada y pública. Para España y Portugal la proporción es bastante similar, situándose respectivamente, en un 87% a 13% y 84% a 16%. Pero el caso de Grecia la proporción se sitúa en un 58% a 42%. Es decir, el Estado griego está más endeudado que los otros dos en varios órdenes de magnitud. La diferencia es aún más pronunciada cuando se considera la composición de la deuda externa. La proporción entre los componentes privado y público se situó en el 83% a 17% para España, el 73% a 27% para Portugal, y el 47% a 53% para Grecia. Sin embargo, cuando se observan los componentes interno y externo únicamente de la deuda pública, las proporciones son del 55% a 45% para España, el 19% a 81% para Portugal, y 30% a 70% para Grecia. Tanto el Estado griego como el portugués están muy endeudados en el exterior, proporcionalmente más que España.

Por último, en cuarto lugar, la composición de la deuda en cuanto a los diferentes instrumentos es muy similar entre los tres países, aproximadamente con 1/3 de la deuda a corto plazo y 2/3 a largo plazo. Pero hay diferencias significativas en la composición de la deuda externa, debido principalmente al diferente peso de la deuda pública en el endeudamiento con el exterior. Así, la deuda externa griega es mayoritariamente a largo plazo, ya que el instrumento dominante son los bonos públicos. La deuda externa de los otros dos países presenta una mayor tendencia al corto plazo, lo que refleja una presencia más importante del sector privado.

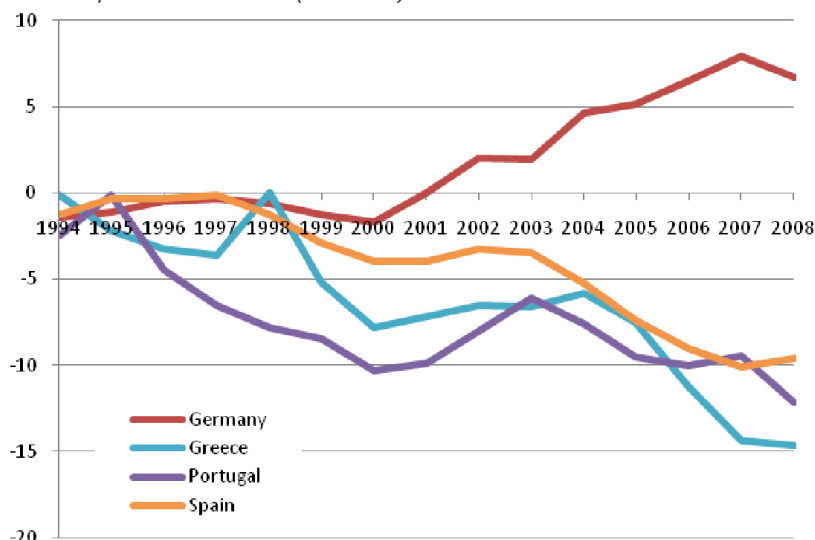
Un último aspecto de la deuda agregada de los países periféricos que cabe destacar es la nacionalidad de sus tenedores. La gran mayoría de los títulos de deuda periférica están en manos de los países del núcleo de la zona euro, principalmente Francia y Alemania. Hay variaciones y características específicas, como por ejemplo el predominio de Francia como titular de la deuda portuguesa y griega, pero el elemento fundamental es claro: la periferia está endeudada sobre todo con el núcleo de la zona euro.

LAS RAÍCES ECONÓMICAS DE LA DEUDA EXTERNA

Las relaciones contables establecen que la deuda externa de un país corresponde a su déficit por cuenta corriente así como a la suma de los déficit financieros de sus sectores público y privado. A partir de este concepto, este epígrafe y el siguiente se dedican al establecimiento de las relaciones analíticas entre la deuda externa, el déficit por cuenta corriente y el déficit financiero de los países de la periferia y del centro de la eurozona.

Una característica notable de la zona euro es que en ella han aparecido déficit estructurales por cuenta corriente en la periferia, lo cual tiene como reflejo simétrico los superávit igualmente estructurales en la zona central, sobre todo en Alemania. La causa ha sido el aumento de la competitividad alemana gracias a una implacable presión sobre los salarios (teniendo en cuenta, por supuesto, que Alemania partía ya de un mayor nivel de competitividad)⁴. La presión sobre los salarios ha sido una característica común de los países de la zona euro tras el Tratado de Maastricht, que ha obligado a la "flexibilidad" en el mercado de trabajo, lo cual complementaba la imposición de una política monetaria única y de una rígida política fiscal en la zona euro. La competición a la baja la ha ganado Alemania, que ha reducido los salarios con mucho mayor éxito que los países periféricos durante la última década. El resultado ha sido la pérdida de competitividad de la periferia, produciendo un déficit por cuenta corriente que se ha reflejado en superávit por cuenta corriente en Alemania. La figura 1 muestra los caminos divergentes que han seguido las cuentas corrientes de Alemania, España, Portugal y Grecia.

Figura 1: Saldo por cuenta corriente (% del PIB)



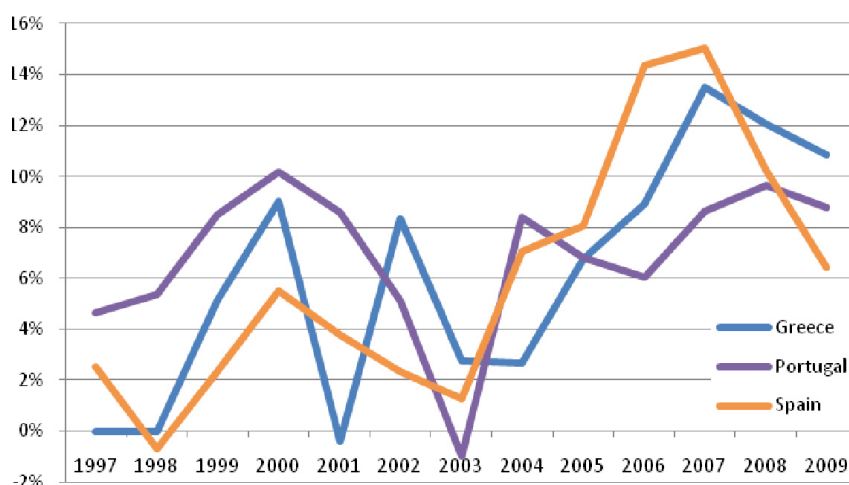
Fuente: FMI, *Balanzas de Pagos*

⁴ Tal y como se muestra en el informe RMF *Eurozone Crisis: Beggar Thyself and Thy Neighbour*, Marzo 2010, capítulo 3, pp. 21-6.

Los saldos por cuenta corriente de la periferia se han deteriorado de forma sostenida desde mediados de los noventa a medida que se aproximaba la Unión Monetaria Europea, y los déficit se afianzaron una vez que el euro fue adoptado. Alemania, por su parte, ha registrado superávits regulares desde la introducción del euro. Los déficit de la periferia alcanzaron niveles extraordinarios entre 2005 y 2010, llegando a ser del 15% sobre el PIB en Grecia en 2007 y 2008.

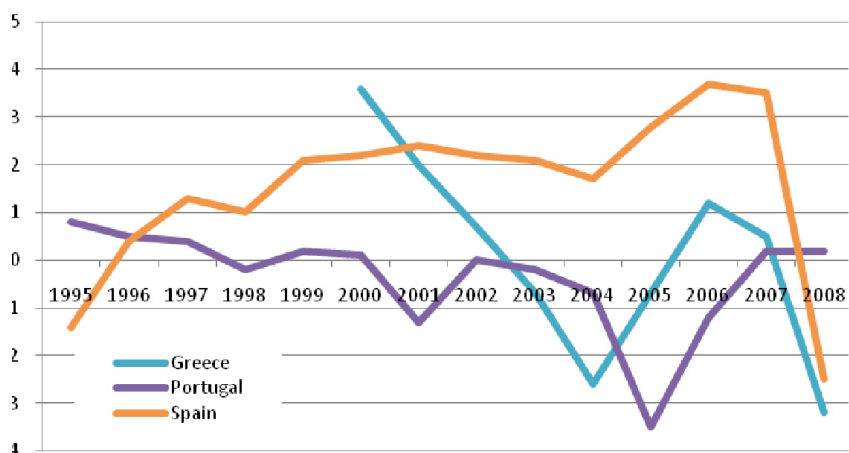
Los déficit por cuenta corriente deben cubrirse con flujos de financiación externa. Para los países periféricos la financiación no ha venido de la inversión extranjera directa (IED), cuyo flujo ha sido débil durante todo este período, sino de préstamos bancarios (PB) y flujos de cartera (FC) desde el extranjero (bonos). La figura 2 muestra el volumen de los flujos de capitales generadores de deuda (no-IED) hacia los países periféricos como porcentaje del PIB. Estos flujos están en el origen de la deuda externa de la periferia, como se muestra en la Tabla 1. Como era de esperar, estos fondos tienen su origen en bancos y otros prestamistas del centro de la zona euro.

Figura 2: Flujos de capital no-IED (% del PIB)



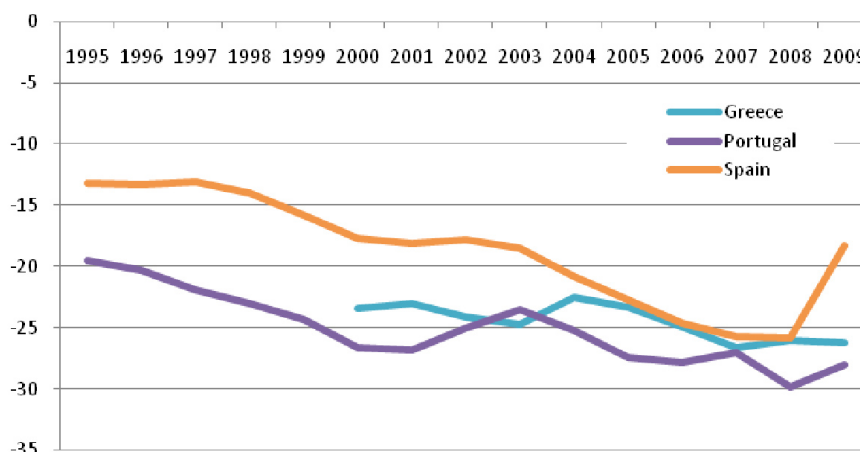
Fuente: FMI, *International Financial Statistics* y *World Economic Outlook*

Los déficit por cuenta corriente corresponden, desde otro punto de vista, a la suma de los déficit financieros de los sectores público y privado. Por lo que se refiere al sector público, la conclusión es inequívoca: el aumento de los déficit por cuenta corriente de los países periféricos no provenía de crecientes déficit primarios de los sectores públicos. La figura 3 establece claramente este hecho.

Figura 3: Saldo primario del gobierno (% del PIB)**Fuente:** Eurostat

Portugal mantuvo un presupuesto equilibrado en términos generales, con déficit modestos durante breves períodos, y aproximadamente lo mismo puede decirse de Grecia. España, por su parte, presentó de forma continuada superávit primario durante el período. El déficit fiscal aumentó en los tres países en 2008-9, pero este hecho claramente fue resultado de la caída de los ingresos fiscales debido a la recesión, así como del intento por parte del Estado de mantener la demanda. Este incremento del déficit público sin duda ha supuesto que se agudice el endeudamiento periférico, pero no se relaciona con el volumen total acumulado de deuda. Dicho de otro modo, el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, elemento sustancial de la Unión Monetaria Europea, ha podido verse incumplido en determinadas ocasiones, pero en términos generales ha obligado a los países periféricos a someterse a un conservadurismo fiscal. El Estado español ha demostrado ser más conservador incluso que el Estado alemán, pero no ha recibido un excesivo premio por su virtud.

Inevitablemente, por tanto, el déficit por cuenta corriente en la periferia se debe al déficit financiero del sector privado. El déficit del sector privado en España ha correspondido parcialmente al aumento del gasto de inversión, gran parte del cual está relacionado con el sector inmobiliario. En Grecia y Portugal, sin embargo, no hubo aumento de la inversión en la década de los dos mil, con una breve excepción antes de los Juegos Olímpicos en Grecia. El déficit financiero de los sectores privados griego y portugués fue consecuencia en gran parte del colapso que sufrió el ahorro, sobre todo tras la adopción del euro. Casi al mismo tiempo, el ahorro español comenzó también a caer, lo cual agravaba el déficit financiero del sector privado. La figura 4 resume las tendencias en los tres países de la periferia.

Figura 4: Ahorro del sector privado menos inversión (% del PIB)

Fuente: Eurostat

Desde el punto de vista macroeconómico, los factores clave que contribuyen a la acumulación de deuda externa en la periferia parecen claros. Los países periféricos han perdido competitividad en relación con la zona central del euro, y por lo tanto incurren en déficit por cuenta corriente que se financian desde el exterior. Estos déficit de los países periféricos han tenido poco que ver con el sector público, ya que éste no ha generado déficit financiero sistemático aunque haya sido descrito a menudo como despilfarrador e ineficiente. Por el contrario, los déficit por cuenta corriente estuvieron asociados con déficit financieros del sector privado. Incapaces de competir con los países centrales de la unión monetaria, los sectores privados de los países periféricos reaccionaron de forma que se generaron déficit financieros sistemáticos. En efecto, en España hubo una burbuja inversora basada en el sector inmobiliario mientras que en Grecia y Portugal el ahorro privado se derrumbó a la vez que el consumo se mantenía en niveles elevados. El déficit financiero del sector privado generó la acumulación de deuda externa con la que de hecho se estaba financiando el déficit por cuenta corriente.

LA COMPOSICIÓN DE LA DEUDA PERIFÉRICA: FINANCIARIZACIÓN INTERNA Y FLUJOS EXTERNOS

A medida que la presión para acumular deuda iba aumentando en la década de los dos mil, de igual forma existían cada vez más oportunidades de obtener crédito en los mercados internacionales, en particular para el Estado. Aparentemente, la pertenencia a la unión monetaria confirió a los países periféricos, de un plumazo, una solvencia equivalente a la de Alemania. Dando por supuesto que, llegado el caso, el fuerte apoyaría al débil, los mercados financieros internacionales asumieron implícitamente que los miembros de la zona euro simplemente no podían ir a la quiebra. Se hizo evidente lo

equivocada que estaba esta suposición cuando se desató la crisis de 2007 y cuando posteriormente golpeó con fuerza a finales de 2009.

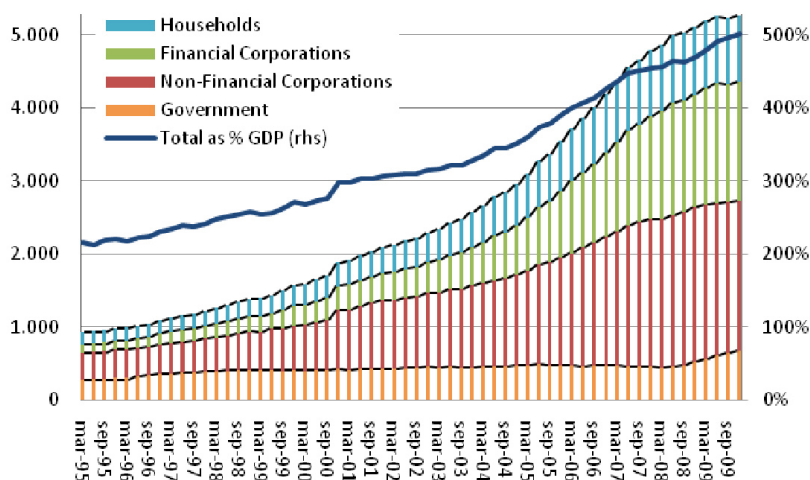
Sin embargo, la deuda interna de los países periféricos también ha aumentado espectacularmente durante el mismo período. Hay similitudes a este respecto entre los tres países, en particular en lo que respecta a la deuda de los hogares, que ha aumentado de manera sostenida. Hablando en términos generales, la acumulación de deuda interna es indicativa del avance de la financiarización en las economías periféricas, es decir, de una transformación estructural de dichas economías que ha elevado el peso de las finanzas en su interior.

La financiarización ha afectado en los últimos años al sector empresarial, a las instituciones financieras y a los hogares tanto de las economías maduras como de los países en desarrollo. En los países periféricos de la zona euro, la financiarización ha estado directamente relacionada con la moneda común por las siguientes razones. En primer lugar, el euro ha ofrecido importantes ventajas a los bancos, sobre todo por su persistente tendencia a apreciarse frente al dólar⁵. En efecto, los bancos de la zona euro han sido capaces de expandir sus actividades internacionales al tiempo que financiaban sus actividades domésticas a buen precio. En segundo lugar, la pérdida de competitividad ha obligado a los países periféricos a centrarse en impulsar la demanda interna, sobre todo a través de la inversión en el sector inmobiliario y el consumo. El apoyo a la demanda ha provenido del crédito generado por el crecimiento de los bancos, lo que ha conducido a la acumulación de deuda interna en la periferia. En tercer lugar, y más importante, la zona euro ha ofrecido la oportunidad al sector privado de pedir prestado a tipos de interés reducidos, tanto en el interior de los países como en el exterior. La aplicación de una política monetaria común en toda la zona supuso el descenso de los tipos de interés hasta los niveles de Alemania. De hecho, dado que la inflación ha tendido a ser más alta en la periferia que en el núcleo, los tipos de interés real en la periferia han tendido a ser incluso aun más reducidos. Así, los bancos fueron capaces de satisfacer la creciente demanda interna de crédito con unas condiciones asequibles.

Consideremos ahora la trayectoria de la deuda total en los tres países periféricos en los últimos años, empezando por España (figura 5).

⁵ Tal y como se explica en el informe de RMF Eurozone Crisis: *Beggar Thyself and Thy Neighbour*, marzo de 2010, capítulo 6, pp. 36-48.

Figura 5: Endeudamiento en España por sectores (miles de millones de euros)

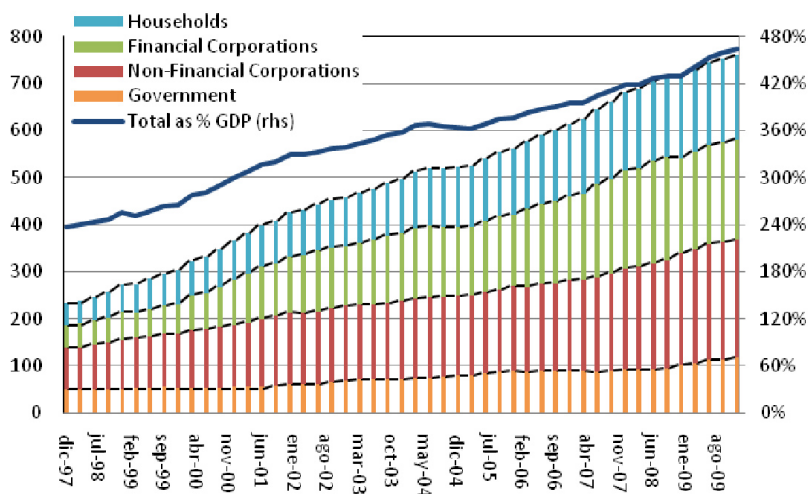


Fuente: Banco de España, cálculos propios

La deuda española total ha aumentado de manera espectacular como porcentaje del PIB desde finales de los noventa. La mayor parte del crecimiento ha correspondido a la deuda privada, impulsada principalmente por el aumento de la deuda del sector financiero. Los bancos españoles han sido ávidos participantes del proceso de financiarización, aprovechando las oportunidades que brinda pertenecer a la zona euro.

La deuda portuguesa total también ha aumentado considerablemente como porcentaje del PIB durante este período, como se muestra en la figura 6.

Figura 6: Endeudamiento en Portugal por sectores (miles de millones de euros)

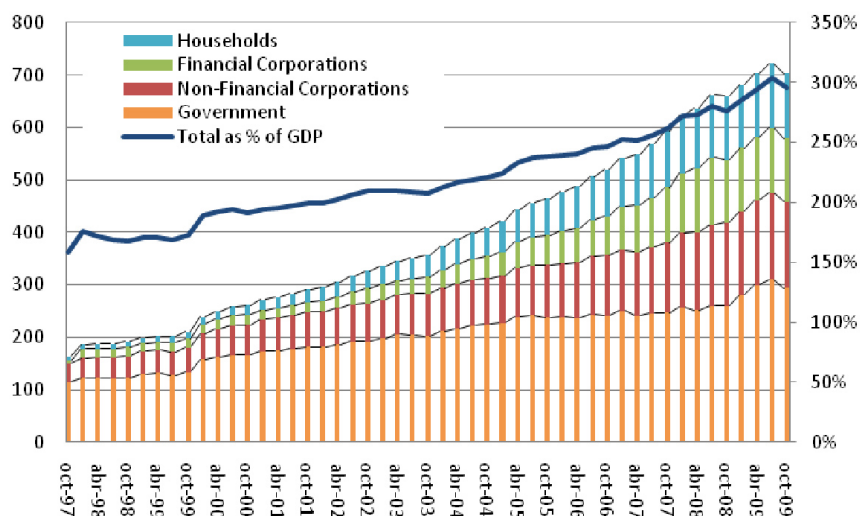


Fuente: Banco de Portugal, cálculos propios

Una vez más, la deuda pública ha disminuido como proporción del total, aunque no tanto como en España. La deuda de las empresas se ha reducido en términos relativos, pero este hecho se vio más que compensado por el aumento relativo del endeudamiento del sector financiero. La financiarización doméstica se ha desarrollado de manera sostenida en Portugal durante este período.

La deuda total griega prácticamente se ha duplicado como porcentaje del PIB durante este período, impulsada igualmente por el endeudamiento privado, tal como se muestra en la figura 7.

Figura 7: Endeudamiento en Grecia por sectores (miles de millones de euros)



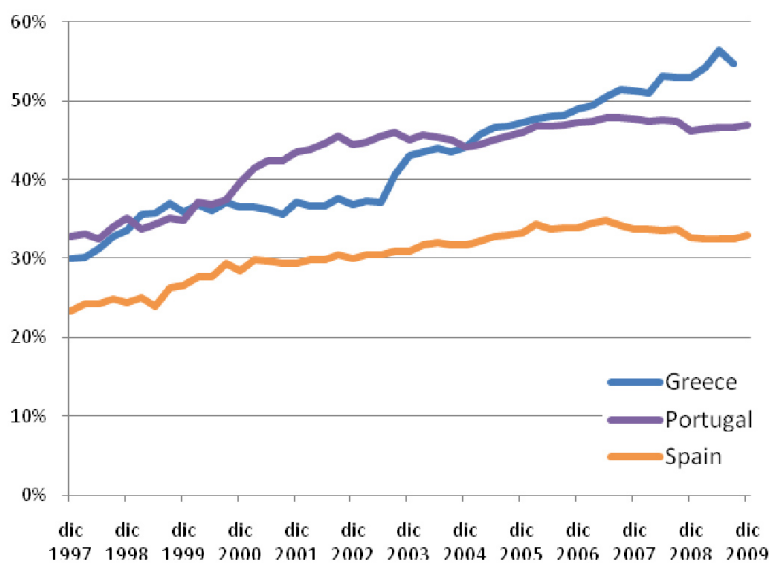
Fuente: Banco de Grecia, QEDS, FMI, cálculos de los autores

La deuda pública griega ha disminuido significativamente como proporción del total, aunque se ha mantenido considerablemente más alta que en España y Portugal. Pero en términos relativos, es la deuda de los bancos y los hogares la que ha aumentado de forma más significativa. Para Grecia, la incorporación a la moneda única ha venido acompañada de una rápida financiarización, más oportunidades para la expansión de los bancos griegos y el fomento del endeudamiento de las familias para apoyar el consumo.

Llama la atención, sin embargo, que la deuda pública griega haya sido una parte mucho más importante de su deuda total que en España y Portugal. Esta ha sido una característica de la economía griega desde la década de los ochenta, siendo el crecimiento inicial de la deuda pública un resultado de las políticas redistributivas seguidas por el gobierno social-demócrata del PASOK dirigido por Andreas Papandreu. Pero en cualquier caso el enorme crecimiento de la deuda griega agregada durante la última década no ha tenido como principal factor explicativo el auge de la deuda pública. Al contrario, ha sido el resultado del avance de la financiarización interna que ha traído consigo el auge de la banca y de la deuda de los hogares.

En resumen, la deuda ha sido el motor de las economías periféricas a lo largo de más de una década, y de forma evidente desde que adoptaron el euro. Gran parte de esta deuda responde a la financiarización nacional que ha dado lugar a crecientes volúmenes de deuda de las empresas, los bancos y los hogares. Igualmente importante ha sido el crecimiento de la deuda externa cuando los países periféricos ya se habían incorporado a la moneda común y se encontraron en el marco sesgado de la unión monetaria. La figura 8 pone claramente de manifiesto el cambio que la pertenencia a la unión monetaria ha supuesto para la composición de la deuda total.

Figura 8: Deuda total en manos de no residentes (% de la deuda total privada y pública)



Fuente: Banco de España, Banco de Portugal, Banco de Grecia, QEDS, FMI, cálculos de los autores

La figura 8 muestra una evolución al alza en la importancia relativa de la deuda externa en los tres países después de la adopción del euro. Esta evidencia sustenta el análisis sobre la deuda externa realizado en las secciones anteriores. En el contexto de déficit por cuenta corriente, los países periféricos comenzaron a depender cada vez más de préstamos externos, al tiempo que la deuda interna también se expandía. Los bajos tipos de interés y el aumento engañoso de su credibilidad como deudores les permitió obtener los fondos necesarios sin excesivas dificultades durante varios años. Pero a finales de 2009 los sesgos estructurales de la zona euro finalmente se combinaron con la ineficiencia de los mercados financieros y los resultados fueron catastróficos para los países periféricos.

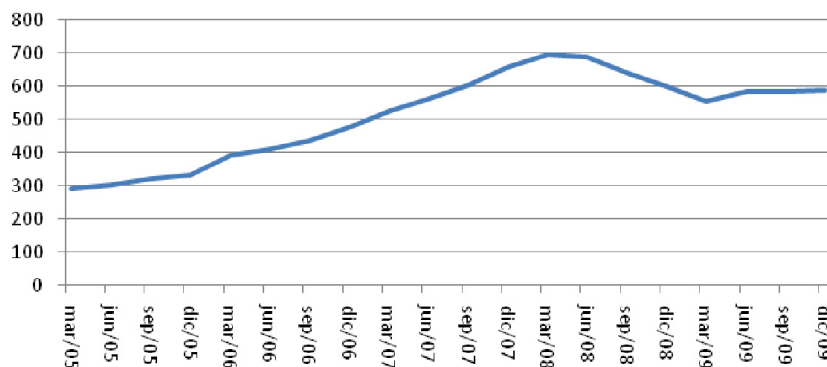
RESCATAR A LOS BANCOS

BANCOS EN EL OJO DEL HURACÁN

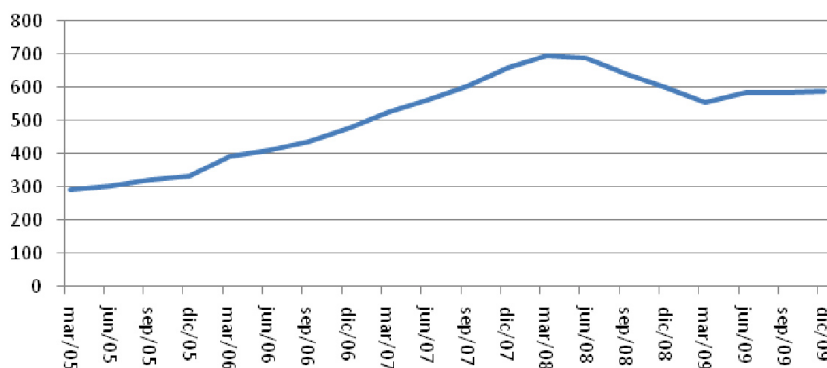
El endeudamiento de la periferia condujo a una importante crisis de deuda soberana en 2009 que se manifestó en primer lugar con la deuda pública griega. La escalada del déficit público y la manipulación de los datos estadísticos en Grecia provocó que las agencias de calificación rebajaran la valoración de su deuda, con el consiguiente aumento de las primas de riesgo y, finalmente, la pérdida de acceso a los mercados financieros por parte del Estado griego. La deuda soberana de España y Portugal también fue objeto de una fuerte presión durante este período. Pronto quedó claro que la crisis de la deuda soberana suponía una grave amenaza para los bancos del núcleo de la zona euro que tenían en sus balances volúmenes significativos de deuda periférica. La crisis de deuda soberana podía considerarse, por tanto, como una continuación de la gran turbulencia que se inició en 2007 en el sector financiero. La crisis había cerrado un gran círculo, empezando por los bancos en 2007 y amenazando con volver de nuevo a ellos en 2010.

La situación de vulnerabilidad de los bancos europeos estaba directamente relacionada con la acumulación de deuda - tanto pública como privada - de los países periféricos, lo que aumentó la exposición de los bancos de la zona central a la periferia, como se muestra en las figuras 9, 10 y 11.

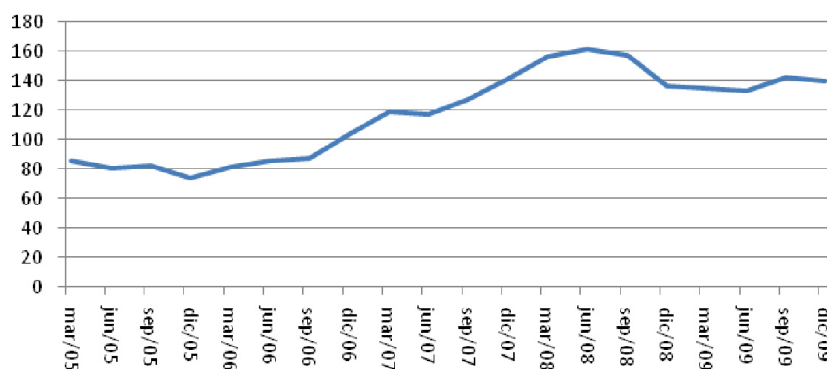
Figura 9: Exposición bancaria de la zona central del euro a España (miles de millones de dólares)



Fuente: BIS consolidated statistics, ultimate risk basis

Figura 10: Exposición bancaria de la zona central del euro a Portugal (miles de millones de dólares)

Fuente: BIS consolidated statistics, ultimate risk basis

Figura 11: Exposición bancaria de la zona central del euro a Grecia (miles de millones de dólares)

Fuente: BIS consolidated statistics, ultimate risk basis

Cabe destacar que los préstamos de los bancos del núcleo de la zona euro a la periferia continuaron aumentando incluso después del estallido de la crisis en 2007. De hecho, el stock de deuda bancaria pendiente de pago alcanzó su máximo en el verano de 2008. El crédito se mantuvo en niveles elevados a lo largo de 2008 y 2009 a pesar del colapso de Lehman Brothers y la crisis subsiguiente. La razón de esta perseverancia en prestar a la periferia por parte de los bancos de la zona central incluso en condiciones de crisis está estrechamente vinculada a las políticas del Banco Central Europeo (BCE).

A medida que la crisis surgía en 2007 los diferenciales en los tipos de interés comenzaron a ampliarse para los países periféricos. Esto permitió que los bancos de los países de la zona central obtuvieran atractivas ganancias. Conseguir beneficios venía facilitado también por las fuertes inyecciones de liquidez que realizaron tanto el BCE como la Reserva Federal (Fed). Los bancos europeos se enfrentaban a una necesidad urgente de liquidez en 2007. Varios de ellos habían hecho préstamos con elevado riesgo

de impago durante la burbuja inmobiliaria, tanto en EE.UU. como en otros lugares. En consecuencia, entre 2007 y 2009 existía un considerable peligro de crisis bancaria, lo que llevó al BCE a intervenir proporcionando grandes cantidades de liquidez a los bancos (en euros). Al mismo tiempo, la Fed proporcionaba líneas bilaterales para *swap* de divisas, expandiendo también de esta forma la oferta de liquidez a los bancos (en dólares).

Gran parte de estos fondos adicionales se invirtieron en deuda pública. En 2008 y 2009, los Estados de todo el mundo desarrollado se hallaban a la búsqueda de un volumen extraordinario de nuevos fondos en los mercados, quizá alrededor de un billón de euros⁶, lo que generó un incremento en las rentabilidades que ofrecían la mayoría de emisiones de deuda pública. Con la financiación barata y abundante del BCE, los bancos europeos fueron capaces de aprovechar esta oportunidad a través de un peculiar *carry trade*, obteniendo préstamos a tipos bajos del BCE para prestar a tipos muy superiores a los Estados. Se daba por hecho que el impago dentro de la zona euro era imposible.

El Banco de Pagos Internacionales (BPI) estima que los bancos de la zona euro, hasta diciembre de 2009, tenían una exposición de 727.000 millones de dólares a España, 244.000 millones de dólares a Portugal, 206.000 millones de dólares a Grecia y 402.000 millones de dólares a Irlanda⁷, un total de 1.579.000 millones de dólares, de los cuales 254.000 millones de dólares, aproximadamente el 16%, consistían en deuda pública. La mayor parte (tanto pública como privada) estaba en manos de bancos franceses y alemanes. Con respecto a la deuda pública, el BPI estima que los bancos franceses y alemanes tenían, respectivamente, 48.000 millones de dólares y 33.000 millones de dólares de deuda española, 31.000 millones de dólares y 23.000 millones de dólares de deuda griega, y 21.000 millones de dólares y 10.000 millones de dólares de deuda portuguesa.

Cuando la amenaza a la solvencia de los bancos de la zona central se hizo evidente en la primavera de 2010, los gobiernos europeos y el BCE intervinieron de nuevo. Dos paquetes de ayuda se pusieron en marcha en mayo de 2010, uno relativamente modesto para Grecia y otro mucho más grande para la zona euro en general. El propósito declarado de estas medidas era el de hacer frente a la crisis de la deuda soberana permitiendo que los países periféricos continuaran financiando su deuda pública. En realidad, el objetivo era proteger a los bancos del núcleo de la zona euro de la crisis bancaria.

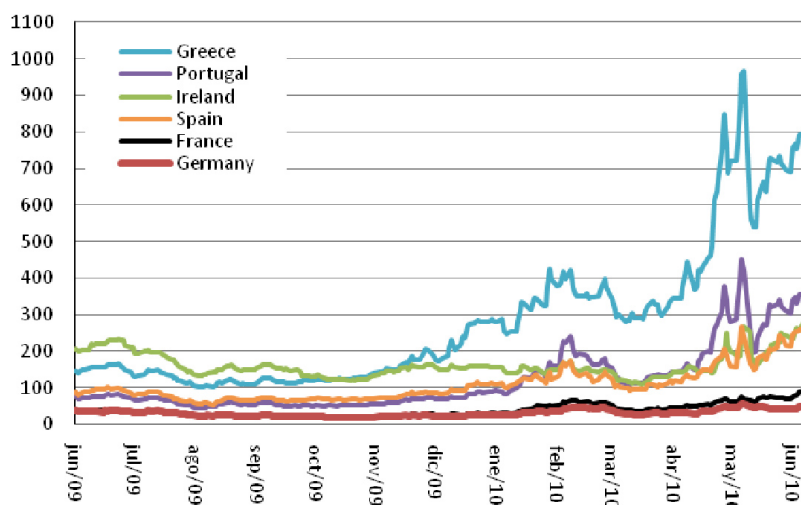
⁶ Como se explica en el informe de RMF *Eurozone Crisis: Beggar Thyself and Thy Neighbour*, marzo de 2010, capítulo 6, pp. 45.

⁷ BIP (2010_18-9): "International banking and financial market developments", *BIS Quarterly Review*, June.

PRESIONES SOBRE LA FINANCIACIÓN DE LOS BANCOS EUROPEOS

Los mercados financieros de la zona euro marcaron el renacer de la crisis bancaria a finales de 2009. A medida que la crisis de la deuda soberana griega cobraba impulso, las primas de riesgo de los *Credit Default Swaps* (CDS) de los bonos gubernamentales aumentaban rápidamente en toda la periferia, alcanzando niveles sin precedentes desde la introducción del euro, tal como se muestra en la figura 12.

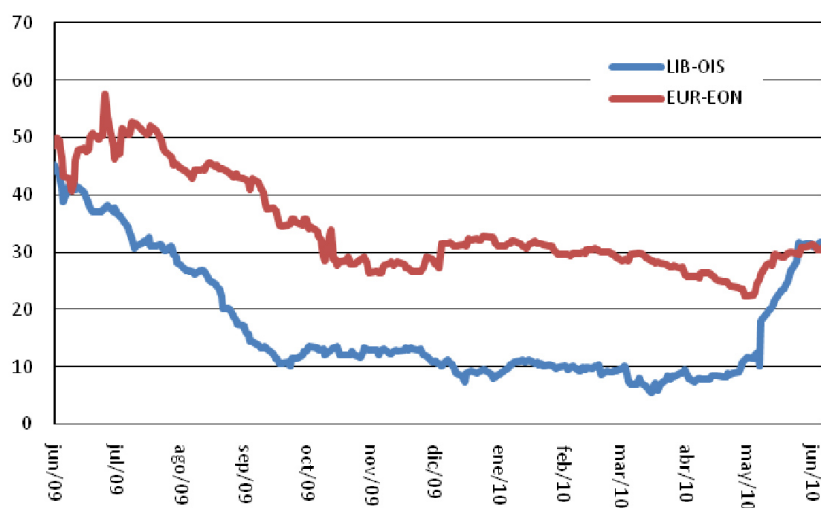
Figura 12: Diferenciales de los CDS soberanos: 5 años (puntos básicos)



Fuente: Bloomberg

A medida que el impago soberano se convertía en algo plausible, en cada banco aparecía la desconfianza respecto al grado de exposición de los demás a la deuda de los Estados periféricos, a la vez que se endurecían las condiciones de los préstamos en el mercado interbancario. La figura 13 muestra el aumento de los costes para los bancos en términos de los diferenciales LIBOR-OIS y EURIBOR-EONIA⁸. En la primavera de 2010 ambos diferenciales se ampliaron, indicando que los préstamos tanto en dólares como en euros en el mercado interbancario se habían vuelto más caros. Una crisis bancaria se estaba gestando.

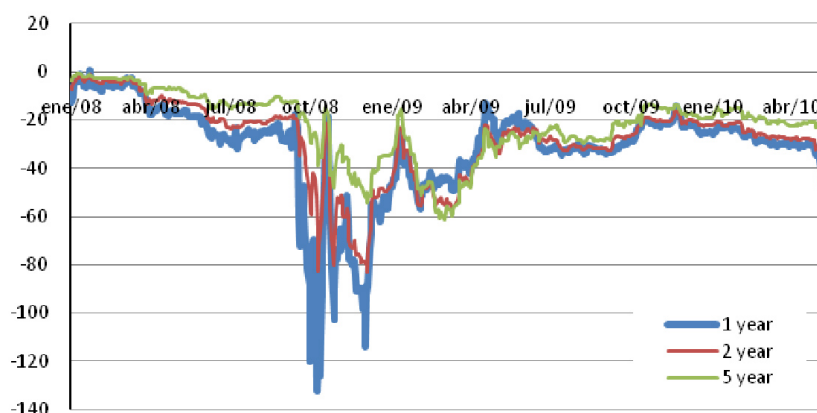
⁸ LIBOR (o EURIBOR en la zona euro) es un tipo de interés estrechamente vinculado con el mercado de préstamo interbancario con vencimientos de entre 1 mes y 1 año. OIS (*Overnight Indexed Swap* por sus siglas en inglés), o EONIA en la zona euro, está referenciado al tipo de interés para préstamos a un día. En condiciones normales los diferenciales serían insignificantes, pero en una crisis comienzan a ampliarse, actuando como un indicador de la escasez de liquidez en los mercados monetarios.

Figura 13: Diferenciales de crédito: US LIB-OIS a 3 meses & EUR-EON (puntos básicos)

Fuente: Datastream

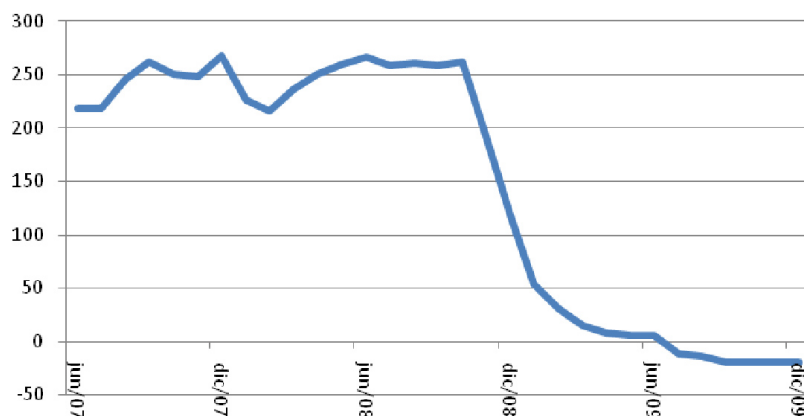
El coste de los préstamos aumentó considerablemente debido a que los bancos europeos estaban expuestos a la deuda periférica pero también porque afrontaban complejos problemas de financiación. Los bancos tenían pérdidas con sus activos a plazo nominados en dólares, lo que generó un déficit de financiación en dólares que ascendía, tal vez, a 500.000 millones de dólares a mediados de 2010. Con la depreciación del euro en 2009-10, los bancos se vieron obligados a pedir prestados más euros para cubrir el déficit en dólares. El resultado del mayor coste de financiación en dólares se muestra en la figura 14 en forma de los swaps de divisas variable contra variable (*cross-currency basis swaps*) crecientemente negativos que prevalecieron desde finales de 2009⁹.

⁹ La prima asociada al dólar es el coste de pedir prestado a tipo variable en dólares frente a otras monedas. Esto se refleja en los swaps de divisas variable-variable (*cross-currency basis swaps*), que son en definitiva cadenas de futuros FX a tres meses, para lograr mayor duración, expresadas en diferenciales de puntos básicos.

Figura 14: Swap de divisas variable contra variable: Euro/US\$ (puntos básicos)

Fuente: Bloomberg

A medida que los bancos buscaban financiación, los depósitos bancarios también se encarecían, tal como se muestra en la figura 15. En concreto, el diferencial entre el EURIBOR a 3 meses y el tipo que los bancos pagaban por los nuevos depósitos llegó a ser negativo en el segundo semestre de 2009. Además, los bancos encontraban dificultades en la emisión de bonos porque se mantenía la situación de tensión en los mercados financieros.

Figura 15: Financiación bancaria: Diferencial del Euribor a 3 meses respecto al tipo medio para nuevos depósitos (puntos básicos)

Fuente: FMI Financial Stability Report, Abril 2010, Fig. 1.18

Los crecientes problemas de los bancos se reflejaron en un fuerte aumento del diferencial de los CDS de los bancos europeos en comparación con otros sectores, como se muestra en la figura 16.

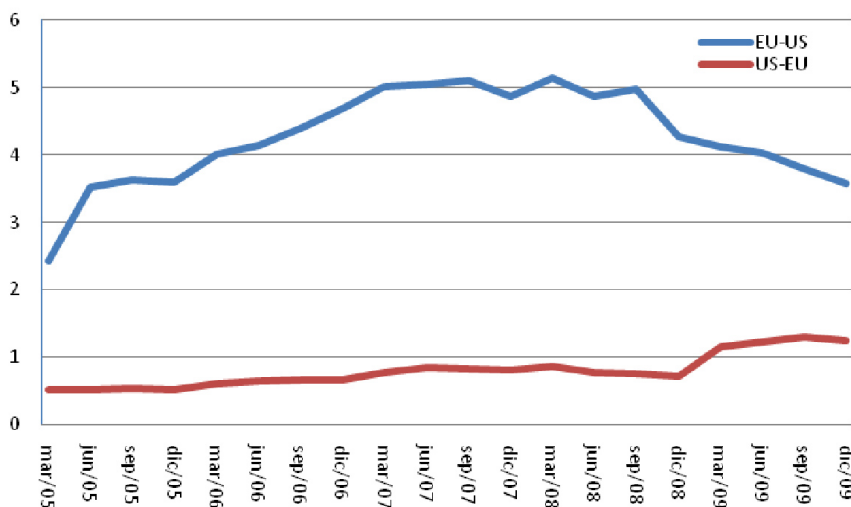
Figura 16: Diferenciales de CDS a 5 años de la eurozona por sectores (puntos básicos)



Fuente: Datastream

La crisis que se cernía sobre los bancos europeos también afectó al sistema bancario de los Estados Unidos. La figura 17 muestra que los bancos estadounidenses tenían una fuerte exposición al sistema bancario europeo, y esta exposición se había duplicado desde 2005. En efecto, una crisis bancaria en toda regla en Europa causaría problemas para el sistema bancario de los Estados Unidos, y de hecho también para las finanzas mundiales.

Figura 17: Exposición bancaria UE-Estados Unidos y Estados Unidos-UE (billones de dólares)



Fuente: BIS IBS - Consolidated foreign claims of reporting banks - ultimate risk basis

EL PAQUETE EUROPEO DE AYUDA Y SUS OBJETIVOS

El 2 de mayo de 2010, tras muchas discusiones internas, la UE, junto con el FMI, anunció un paquete de apoyo para Grecia de 110.000 millones de euros. Este actuó como experiencia piloto de un paquete mucho más grande, anunciado el 9-10 de mayo, de aproximadamente 750.000 millones de euros. Organizado por la Unión Europea, el FMI, el BCE y otros bancos centrales de entre los más importantes, este segundo paquete estaba dirigido a los mercados financieros europeos en general.

A pesar de que la retórica de los líderes europeos, resaltaba el propósito de salvar la Unión Monetaria Europea mediante el rescate de los países periféricos, el auténtico problema era el lamentable estado de los bancos de los países centrales de la zona euro (principalmente alemanes y franceses). Además, el debilitamiento del euro - y su declive como moneda de reserva internacional - perjudicaba al capital financiero europeo afectando su posición como fuente de financiación.

La UE contribuyó al paquete de ayuda mediante el establecimiento del Mecanismo Europeo de Estabilización. Esto dio lugar a una nueva línea de crédito de 60.000 millones de euros a disposición de todos los Estados miembros de la UE. Es evidente que la suma era pequeña, lo cual reflejaba los limitados recursos directamente a disposición de la UE. Potencialmente mucho más importante fue la creación del Fondo Europeo de Estabilización Financiera (EFSF, por sus siglas en inglés), que podría proporcionar hasta un máximo de 440.000 millones de euros. La UE demostró una clara preferencia por las soluciones basadas en el mercado para sus problemas financieros, incluso hasta el punto de crear un vehículo financiero similar a aquellos que habían causado la gigantesca crisis de 2007- 2009. A partir de aquí, el EFSF se fundamentaba fuertemente en el rol dominante de los países centrales. En resumen, el EFSF ha demostrado que existe una profunda falta de solidaridad entre los miembros de la zona euro.

El FMI también anunció que cooperaría con la UE, dedicando el equivalente a 250.000 millones de euros de su propia asistencia financiera para complementar el mecanismo europeo de estabilización. En resumen, la austeridad se impondría a los Estados miembros que se encontraran en dificultades, como sucedió de inmediato en el caso de Grecia. La naturaleza de este viraje hacia la austeridad, así como sus posibles implicaciones, se examinan en la sección 4. En cualquier caso, la intervención del FMI en los asuntos de la zona euro indica la confianza depositada en el poder de EE.UU. para apoyar la moneda común.

Más relevante para nuestros propósitos, y de vital importancia para la estabilización de los mercados financieros, fueron los restantes elementos del paquete de ayuda. Por encima de todo, el BCE anunció que comenzaría a comprar títulos públicos de los países de la zona euro en el mercado secundario. Por otra parte, comenzó a realizar intervenciones en estos mercados que fueron esterilizadas mediante modificaciones en los depósitos a plazo. Para hacer frente a los problemas de financiación de los bancos, el BCE adoptó un procedimiento de subastas de adjudicación plena a tipo fijo en sus operaciones regulares de refinanciación a más largo plazo; también incrementó la provisión de liquidez mediante operaciones con acuerdo de recompra (*repo*) a largo plazo. Por último, el BCE reanudó las operaciones para inyectar liquidez en dólares.

C. Lavapistas et al.

Parece evidente que estas medidas extraordinarias estaban destinadas a ganar tiempo para los bancos, actuando por tanto el BCE como creador de mercado de último recurso.

Por último, el paquete de rescate también contó con la participación de la Reserva Federal, que restableció temporalmente las líneas de swaps en dólares con el BCE y con algunos de los otros bancos centrales más importantes. Una vez más, el euro demostró ser una apuesta fallida como divisa mundial.

¿FUNCIONARÁ EL PAQUETE?

El paquete de rescate no tranquilizó de inmediato a los mercados financieros. Debido a ello tuvieron lugar a continuación algunas reacciones desesperadas por parte de los gobiernos europeos, como fue el caso de la prohibición parcial de ventas a corto por parte de BaFin¹⁰, encaminada a proteger los bancos alemanes de movimientos especulativos. Incluso en julio de 2010 el paquete aun no había restablecido totalmente la confianza en la salud de los bancos europeos. Los resultados de las pruebas de estrés a 91 bancos europeos se diseñaron para restaurar la confianza en el sector bancario e indicaron que sólo 7 de ellos poseían un capital inadecuado (menos el 6% del capital era de Nivel 1)¹¹. Cabe destacar que no se asumió la más mínima posibilidad de impago de la deuda soberana, ni siquiera por parte de Grecia. La confianza pareció mejorar, pero los mercados financieros se mantuvieron escépticos. Ellos tenían buenas razones para hacerlo, dado el carácter desordenado del paquete de rescate y la naturaleza profunda del problema.

El grueso de la financiación disponible mediante el paquete de rescate (440.000 millones de euros) se basa en proporcionar garantías por parte del EFSF que respalden la emisión de deuda, previa aprobación por parte de los parlamentos nacionales. Sigue habiendo cierta falta de claridad, por lo tanto, respecto a cómo será financiado el paquete, y qué gobiernos asumirán dicho coste. Además, la intervención en el mercado secundario por parte del BCE puede influir en los precios de los títulos a corto plazo, pero la asignación de los precios a largo plazo se deja en manos de los mercados. Por otra parte, cuanto mayor sea la intervención del BCE en los mercados de deuda pública, mayor será el volumen que probablemente adquirirá de bonos soberanos potencialmente "tóxicos". Entonces, ¿quién va a asumir el riesgo último de estos bonos? Por último, pocos bancos europeos parecen haber sacado partido de las líneas de swap de divisas¹², tal vez debido a su coste, fijado en 100 puntos básicos sobre el tipo OIS. El vencimiento de las líneas (entre 7 y 84 días) también es corto en relación a las necesidades actuales

¹⁰ BaFin es la abreviatura de *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht*, o Autoridad Supervisora Financiera Federal, que asume el papel de regulador financiero en Alemania (N. del T.).

¹¹ Véase Committee of European Banking Supervisors (2010) *Aggregate outcome of the 2010 EU wide stress test exercise coordinated by CEBS in cooperation with the ECB*. <http://stress-test.c-ebc.org/documents/Summaryreport.pdf>

¹²Tal y como se evidencia en los balances del BCE entre mediado el mes de mayo y junio, véase <http://www.ecb.int/press/pr/wfs/2010/html/index.en.html>

de los bancos.

En resumen, había motivos de preocupación derivados de las características técnicas del paquete de rescate. Pero la preocupación más profunda tenía que ver con su impacto en las economías europeas, tanto del centro como de la periferia. El paquete había llegado al precio de aceptar medidas de austeridad cuyas implicaciones no estaban claras. Por rescatar a los bancos, Europa se había encontrado atrapada en políticas gubernamentales contractivas, lo cual suponía el riesgo de exacerbar la recesión. La siguiente sección considera en detalle los costes y riesgos que plantean las medidas de austeridad en toda Europa.

AUSTERIDAD Y UNA MAYOR LIBERALIZACIÓN

La contrapartida al paquete de rescate ha sido la imposición de medidas de austeridad en la periferia, y de forma creciente también en el núcleo. Frente a una unión monetaria sacudida, una renovada crisis bancaria y una recesión que continúa, varios gobiernos de la zona euro han optado por la contracción del gasto público. En efecto, los costes de rescatar al euro y a los bancos han sido trasladados a la sociedad en su conjunto. Al mismo tiempo, en parte a instancias del FMI, se han impuesto medidas de liberalización en los países periféricos, sobre todo en el mercado laboral. El objetivo declarado ha sido el de fortalecer el potencial de crecimiento.

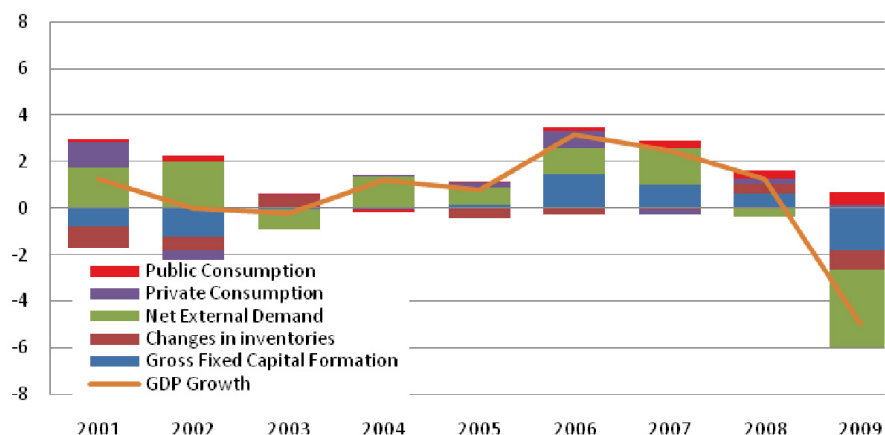
La respuesta de la zona euro ha sido coherente con el arraigado neoliberalismo que existe dentro de la UE. La preocupación primordial de la política ha sido rescatar al sistema financiero. Las prácticas y el marco institucional de la zona euro se han modificado en consecuencia. Así, contrariamente a todas las afirmaciones anteriores, los Estados miembros organizaron un rescate dirigido primero a Grecia y recientemente a Irlanda, rescate que potencialmente podría extenderse a otros países. En un sentido parecido, los estatutos del BCE fueron ignorados a fin de permitirle comprar la deuda pública de los bancos. Se ha hablado incluso de crear un Fondo Monetario Europeo o de la creación de euro-bonos. Sin embargo, al mismo tiempo, el conservadurismo fiscal ha vuelto a resurgir triunfante. Incluso se ha propuesto que el Pacto de Estabilidad y Crecimiento se endurezca mediante la introducción de sanciones graves para los países que no lo cumplan. En resumen, la zona euro ha mostrado sin duda una capacidad de cambio. Pero ha sido un cambio en un único sentido, conservador y neoliberal, favoreciendo al capital sobre el trabajo.

La mezcla de austeridad y liberalización dentro de la zona euro supone duras consecuencias para las personas que trabajan pero también es peligrosa para la economía y la sociedad en su conjunto. En medio de una intensa recesión, los responsables políticos parecen creer que las economías europeas necesitan una buena dosis de medicina agresiva además de una mayor flexibilidad para asegurar el crecimiento. Esto supone un retorno a las ideas más rancias de la cosecha pre-keynesiana. Se muestra en esta sección que el cambio de políticas dentro de la zona del euro plantea importantes riesgos económicos y podría tener consecuencias desastrosas en todo el continente.

LA PROPAGACIÓN DE LA AUSTERIDAD Y SU PROBABLE IMPACTO

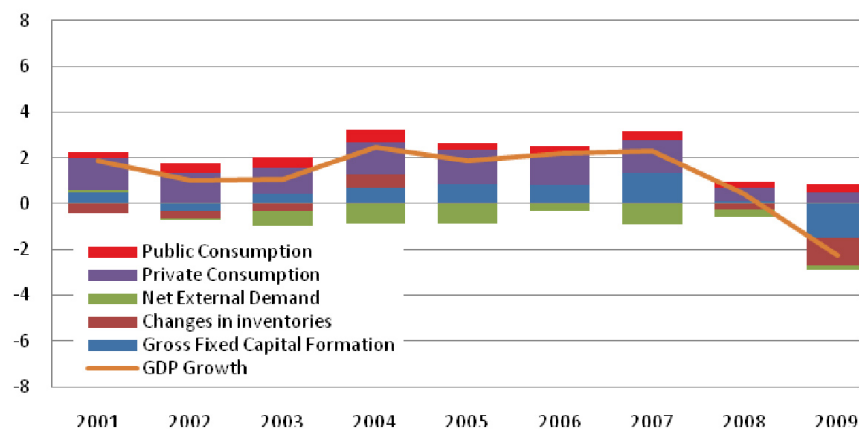
La recesión mundial de 2008-2009 apareció en Europa principalmente en forma de caída de la demanda agregada. Las figuras 18 a 23 permiten observar la evolución de los componentes de la demanda agregada en las tres principales economías de la zona euro (Alemania, Francia, Italia), así como en tres economías periféricas en el epicentro de la crisis de la deuda pública (España, Portugal, Grecia)¹³.

Figura 18: Crecimiento del PIB en Alemania por componentes de la demanda agregada (%)



Fuente: Ameco

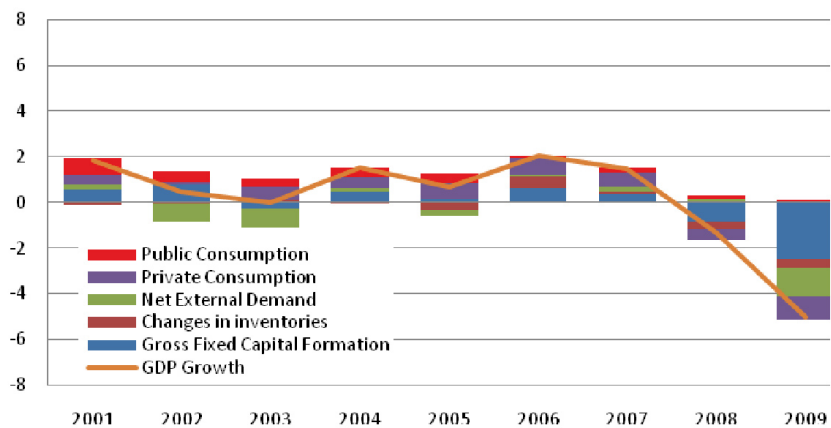
Figura 19: Crecimiento del PIB en Francia por componentes de la demanda agregada (%)



Fuente: Ameco

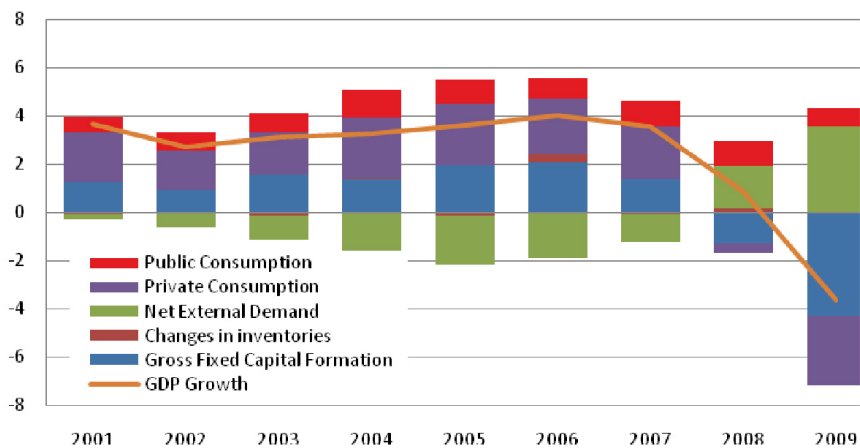
¹³ Nunca es una tarea fácil determinar con exactitud el lugar de Italia en la zona euro. En este contexto se encontraría dentro de la zona central por razones obvias de tamaño de la población y peso económico relativo.

Figura 20: Crecimiento del PIB en Italia por componentes de la demanda agregada (%)



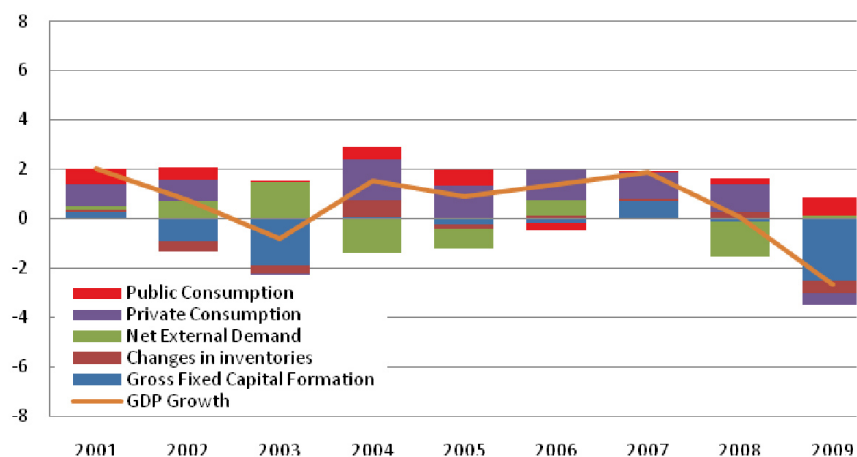
Fuente: Ameco

Figura 21: Crecimiento del PIB en España por componentes de la demanda agregada (%)



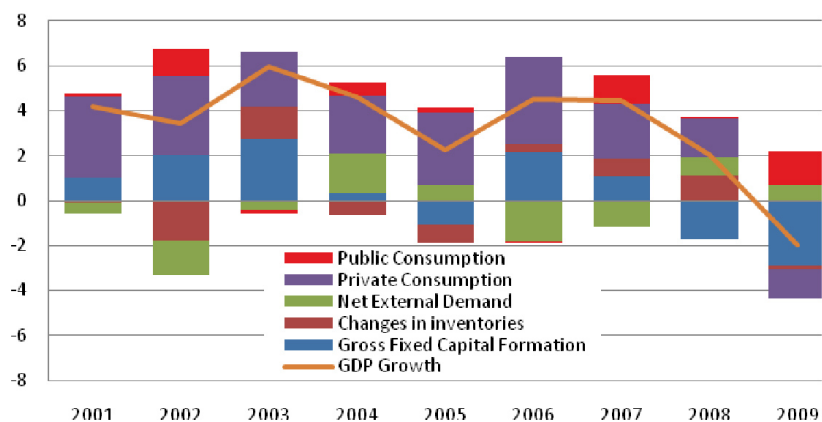
Fuente: Ameco

Figura 22: Crecimiento del PIB en Portugal por componentes de la demanda agregada (%)



Fuente: Ameco

Figura 23: Crecimiento del PIB en Grecia por componentes de la demanda agregada (%)



Fuente: Ameco

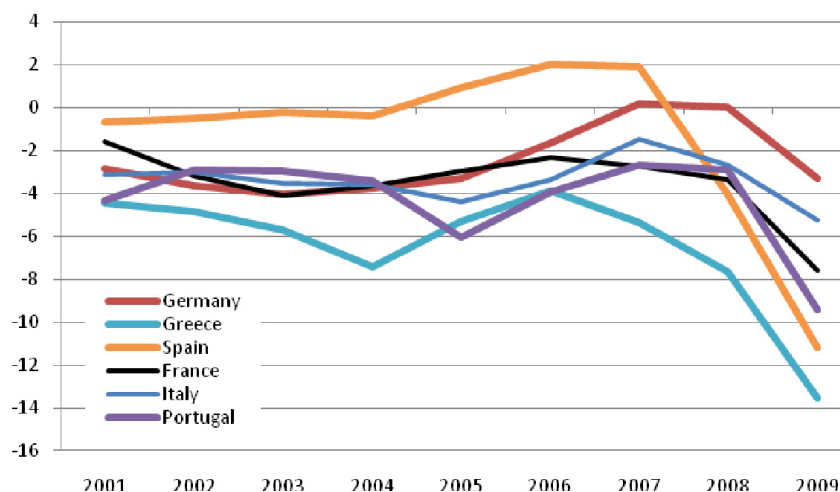
Las diferencias en la estructura y composición del crecimiento durante la última década son evidentes a simple vista. Así, Alemania, Italia, Francia y Portugal mostraron un crecimiento pobre en toda la década de 2000, mientras que Grecia y España tuvieron un desempeño mucho mejor, alimentado por el crédito, como se detalló en la sección 2. La principal fuente de crecimiento para Alemania fue la demanda exterior neta, lo que refleja el aumento de su competitividad dentro de la zona euro. El consumo privado tuvo un papel importante en Francia, Portugal y España, pero sobre todo en Grecia. La

inversión privada fue significativa en España, debido en parte a la burbuja inmobiliaria, pero fue en general débil en la muestra seleccionada. Italia es un caso de estancamiento en todos los aspectos.

Más relevante para nuestros propósitos es que las tasas de crecimiento comenzaron a disminuir en 2008 cuando la crisis comenzó a manifestarse y se volvieron marcadamente negativas en el 2009 cuando la recesión se materializó plenamente. La causa principal del crecimiento económico negativo en 2009 fue el colapso general de la inversión privada, algo típico de las crisis capitalistas, pero también el colapso de las exportaciones en Alemania. En un entorno de marcada incertidumbre y restricción del crédito las empresas pospusieron o cancelaron sus proyectos de inversión. El consumo privado se mantuvo prácticamente estable, debido en parte a lo que aún queda de la protección del trabajo en Europa. Se impidió el colapso total de la demanda agregada a través del gasto público, lo que refleja el papel y el peso del Estado en la economía¹⁴.

El impacto de la recesión en las finanzas públicas era inevitable y previsible. Dado que los ingresos fiscales cayeron, el intento por parte del Estado para prevenir la depresión condujo hacia déficit públicos récord en la mayoría de países de la zona euro, superando ampliamente el límite del 3% del PIB impuesto por el Pacto de Estabilidad. Incluso Francia, Italia y Alemania superaron el límite (déficit proyectado para el año 2010, respectivamente, del 8%, 5,3% y el 5%). En España, Portugal y Grecia, donde los problemas de integración en la zona euro se hicieron patentes de forma clara, los déficit públicos alcanzaron niveles muy altos, como se muestra en la figura 24.

Figura 24: Saldo fiscal (% del PIB)



Fuente: Ameco

¹⁴ La demanda exterior neta positiva en España, Portugal y Grecia refleja un colapso de las importaciones a medida que la recesión se hace patente, no un crecimiento de las exportaciones.

Este es el contexto en el que la austeridad se ha extendido en toda la zona euro. Bajo la presión de los mercados financieros, que estaban en situación de inestabilidad ante la posibilidad de un impago en la periferia, incluso las economías más grandes de la zona euro adoptaron programas de austeridad con el fin de cumplir con el límite del 3% para el déficit en el plazo de tres años. Durante el primer semestre de 2010, Alemania anunció un plan para reducir el gasto público en 80.000 millones de euros, con medidas como la reducción del número de funcionarios públicos y también de su salario, la reforma de la seguridad social, la disminución de los gastos militares y la reducción de las subvenciones públicas. Francia siguió el mismo camino, aunque manteniendo una postura crítica respecto a Alemania. El gobierno francés declaró su intención de inscribir el límite de déficit presupuestario en la Constitución (siguiendo a Alemania en este sentido). Un ahorro público de hasta 100.000 millones de euros debía lograrse hasta el año 2013 a través de la congelación del gasto del gobierno central, la eliminación de exenciones fiscales y una congelación salarial para los trabajadores del sector público. Incluso Italia, cuya economía no ha mostrado dinamismo alguno en más de una década, anunció un programa de austeridad de 24.000 millones de euros destinado a reducir el déficit fiscal, que ya es relativamente pequeño, hasta alcanzar el 3% en 2012.

Las implicaciones pueden ser graves ya que estas políticas presionan sobre el único componente de la demanda agregada que mostró cierta capacidad de recuperación en 2009: el gasto público. Adicionalmente se presiona también sobre un consumo privado ya con problemas. La posibilidad de que el sector privado asuma el liderazgo en el mantenimiento de la demanda no es del todo convincente. La inversión ha sido débil a lo largo de la década de 2000, y colapsó en 2009. Hay una considerable incertidumbre en el sector productivo con un acceso al crédito que apenas ha mejorado para las empresas privadas, dado el lamentable estado del sector financiero. Mientras tanto, con la atonía que muestra la economía mundial y dada la alta integración regional de las economías europeas, es poco probable que las exportaciones se conviertan en el motor de crecimiento para Europa en su conjunto. La política de austeridad implica el riesgo de desembocar en una importante recesión.

En resumen, la zona euro, empujada por las turbulencias del sector financiero, ha optado por un ajuste violento de la actividad económica. Ha habido un resurgimiento del conservadurismo neoliberal a pesar de que la recuperación de la crisis de 2007- 2009 apenas se ha consolidado todavía. Ante la caída de la demanda agregada, los gobiernos de la zona euro han optado por reducir el gasto público y aplicar presión sobre los salarios. La purga económica resultante supuestamente se traduciría en una ganancia generalizada de eficiencia, lo que generaría un sólido crecimiento económico a través de la saludable actividad privada. Un enfoque pre-keynesiano de la política económica parece haber arraigado, como si la Gran Depresión de la década de los treinta nunca hubiera tenido lugar. Los riesgos para la economía y la sociedad europeas son graves.

LA PERIFERIA SUFRE LA CARGA DE LA POLÍTICA DE AUSTRERIDAD

Los gobiernos periféricos de Grecia, España y Portugal han sido los pioneros en la adopción de políticas de austeridad con el objetivo de encauzar su déficit público dentro del límite del 3% que marca el Pacto de Estabilidad y Crecimiento para el 2013. Grecia había impuesto ya medidas de austeridad a principios de 2010 por decisión propia, pero adoptó medidas mucho más duras una vez que acordó su paquete de ayuda con la UE y el FMI a principios de mayo de 2010. Con los siguientes paquetes que se acordaron en la zona euro las medidas de austeridad se extendieron al resto de la periferia.

Las medidas de austeridad adoptadas por los países periféricos han variado mucho en magnitud, lo que refleja las diferencias entre los países en los ámbitos fiscal y económico. Las más duras han sido las adoptadas en Grecia, tal y como se estipula en el Memorándum firmado por el gobierno griego, la UE y el FMI¹⁵. El Memorándum ha sido aprobado por el Parlamento griego y por tanto tiene rango de ley. Es de destacar que, además de medidas específicas, el documento también incluye cláusulas explícitas que obligan a que el gobierno haga lo que sea necesario con tal de alcanzar el equilibrio fiscal. La economía y la sociedad griegas, por tanto, se han declarado campo abierto con el fin de reducir el déficit fiscal. Grecia se ha visto obligada a realizar recortes violentos en el gasto público, a la vez que aumentaba los impuestos. Al mismo tiempo ha tenido que introducir una nueva legislación en los mercados de trabajo así como iniciar un ambicioso proceso de privatización.

España ha retirado las medidas extraordinarias que había puesto en marcha después de 2007 con el fin de paliar el impacto de la crisis financiera y la recesión. De nuevo se trata de medidas de austeridad destinadas a reducir el gasto del sector público reduciendo los salarios, las pensiones y las transferencias a las administraciones locales. Sin embargo, las medidas españolas son más leves que las introducidas por Grecia. Por su parte, Portugal parece haberse posicionado entre los dos países anteriores. Se han anunciado recortes del gasto público que afectarían a los salarios y las pensiones pero también al gasto social. Los tipos impositivos han subido de forma generalizada y a la vez se han introducido nuevos impuestos. Programas para nuevas privatizaciones de empresas públicas se han puesto en marcha en España, Portugal y Grecia. Los nuevos programas de austeridad para estos países, aprobados en el otoño de 2010, muestran que hay una convergencia en los países de la periferia en cuanto a las medidas de austeridad adoptadas.

Las medidas de austeridad en los tres países están fuertemente dirigidas contra el trabajo. El objetivo de las congelaciones y recortes salariales, las reducciones en el gasto social, la contracción del empleo y el endurecimiento de las condiciones para obtener una pensión de jubilación no pretenden simplemente reducir el gasto público, sino también reducir el coste de la fuerza laboral en el sector público. Si los costes laborales

¹⁵ Véase: www.mnec.gr/export/sites/mnec/en/press_office/DeltiaTypou/Documents/2010_05_04_GreecexLOI.pdf.

C. Lavapistas et al.

se reducen en el sector público es probable que el efecto se propague al resto de la economía. El objetivo de reducir los costes laborales ha sido, en general, bastante explícito en toda la periferia. La senda de la austeridad situará a los trabajadores en una posición más débil en el mercado laboral, permitiendo así que el capital se beneficie. La presión sobre el trabajo también es evidente si se observa el carácter regresivo del aumento de los impuestos incorporado en los programas de austeridad, basado en incrementos del IVA y del impuesto sobre la renta, sin que se vea afectado el impuesto de sociedades. Por último, los programas de privatización que se han puesto en marcha probablemente conducirán a una retirada de la oferta pública, mientras empeoran las condiciones de trabajo en las empresas recientemente privatizadas.

En resumen, el cambio hacia la austeridad se debe en parte a la intención de reducir el déficit fiscal y en parte a la voluntad de comprimir los costes laborales. Los trabajadores asumirán el coste del ajuste, mientras que los capitales se beneficiarán. Por tanto, la austeridad supondrá el inicio de un formidable proceso de redistribución regresiva del ingreso. El impacto será más agudo en Portugal y Grecia, los países más pobres y más desiguales de la zona euro.

MISIÓN IMPOSIBLE?

Ahora está claro que la política de austeridad comprimirá la demanda al mismo tiempo que reduce los salarios y allana el camino para la introducción de un programa radical de liberalización. El papel del Estado en la economía se redefinirá, promoviendo al mismo tiempo una distribución más regresiva del ingreso que pueda apaciguar a las capas sociales dominantes de los países de la zona euro. Pero las políticas de austeridad representan un enorme riesgo para los gobiernos de la eurozona, en particular para los de la periferia. En efecto, este tipo de políticas se fundamentan en la esperanza de que las exportaciones y el gasto privado se repondrán, evitando así la recesión. Pero las cosas podrían resultar muy diferentes. Permitir que los mercados de bonos sean quienes dicten un giro neoliberal en las políticas en la zona euro conlleva riesgos importantes para la economía en su conjunto. Dada la debilidad del consumo privado y la inversión en 2010, la contracción del gasto público representa un importante peligro. Vale la pena seguir esta línea de argumentación más allá mostrando la más reciente discusión de Parenteau en términos de saldos financieros por sectores¹⁶:

$$\text{Saldo Financiero del Sector Privado} + \text{Saldo Fiscal} + \text{Saldo Financiero con el Exterior} = 0$$

¹⁶ Véase Parenteau, Robert (2010). "On Fiscal Correctness and Animal Sacrifices (Leading PIIGS to Slaughter)". www.nakedcapitalism.com/2010/03/parenteau-on-fiscal-correctness-and-animal-sacrifices-leading-the-piigs-to-slaughter-part-1.html (Parenteau incluye en el sector privado tanto hogares como empresas. N. del T.)

La utilización del marco de Parenteau permite llegar a conclusiones de calado. Si el saldo financiero con el exterior no cambia radicalmente, entonces los cambios en el saldo fiscal deben verse compensados de un ajuste igual en magnitud y de signo opuesto del saldo financiero del sector privado. Dado que las cuentas corrientes es poco probable que camben de forma importante en Europa en un futuro próximo, se deduce que el esfuerzo por reducir el déficit público debe verse compensado por un aumento del gasto privado. Por lo tanto, el sector privado debe invertir totalmente su comportamiento reciente. Pero ¿qué posibilidades existen de que la inversión privada y el consumo se incrementen considerablemente, teniendo en cuenta la congelación de los salarios o incluso su recorte, el aumento del desempleo y la considerable incertidumbre? Y ello sin tan siquiera mencionar la debilidad de los bancos europeos, que se ha traducido en un crédito caro y al que es difícil acceder por parte de las empresas. El resultado más probable es que la austeridad conduzca hacia la contracción del PIB, un aumento del desempleo y una deflación en los salarios. En este sentido, las previsiones oficiales de crecimiento para los países periféricos parecen ser excesivamente optimistas¹⁷.

Peor aún, la estrategia de austeridad tiene un profundo defecto que supone sin duda un mal presagio para su futuro. La oposición centro-periferia en la zona euro y los consiguientes problemas de deuda en los países periféricos se derivan en última instancia de la pérdida de competitividad de la periferia, como se demostró en la sección 2. Los países centrales de la zona euro han logrado ganancias sostenidas de competitividad debido a la presión a la baja de los salarios, sobre todo en Alemania. El escenario más previsible es que la adopción de políticas de austeridad en toda la zona euro, incluso en su centro y especialmente en Alemania, probablemente afianzará la divergencia en la competitividad. La austeridad representa un intento por parte de los países periféricos de mejorar la competitividad a través de la represión de los salarios, pero similares políticas, aunque más leves, son precisamente las que se han aplicado en la zona central del euro. Por tanto, la desventaja de la periferia en términos de competitividad probablemente no va a desaparecer.

Las perspectivas para los países periféricos de la zona euro son sombrías. Dada la difusión de las políticas de austeridad, no es probable que la deuda pública y privada que se ha acumulado durante la última década se reduzca significativamente. Incluso es posible que los países periféricos entren en una espiral deflacionaria en la que la contracción del PIB, de los precios y de los salarios conduciría a un aumento de la deuda relativa al ingreso. Esto a su vez exacerbaría las dificultades de los sectores público y privado para atender el servicio de la deuda. La zona euro amenaza con engullir a los países periféricos en una recesión de largo plazo que daría lugar a un contraste aún mayor entre el núcleo y la periferia.

¹⁷ Aunque las previsiones son revisadas repetidamente, se espera que la recuperación tenga lugar a partir de 2012.

EL FANTASMA DEL IMPAGO EN EUROPA

IMPAGO, RENEGOCIACIÓN DE LA DEUDA Y LA SALIDA

Cuando estalló la crisis en la zona euro a principios de 2010, un informe¹⁸ identificaba tres opciones estratégicas para los países periféricos, a saber: en primer lugar, la austeridad impuesta por la zona central y la transferencia de los costes del ajuste a la sociedad en general; en segundo lugar, una amplia reforma estructural de la zona euro en favor del trabajo; por último, la tercera opción sería la salida de la zona euro acompañada de un impago que por tanto modificara el equilibrio social en favor del trabajo. No es sorprendente que la política preferida por los gobiernos de la eurozona - a instancias del Fondo Monetario Internacional - haya sido la austeridad. También ha habido alguna reforma, siempre en la dirección neoliberal, como se discutió en las secciones 3 y 4. Esta senda de los acontecimientos es coherente con la naturaleza de la zona euro y con la ideología neoliberal enraizada en su núcleo. Y tampoco es sorprendente que la segunda opción haya encontrado poco apoyo, ya fuese en las discusiones oficiales o en la formulación de políticas. La naturaleza de la crisis ha exigido medidas inmediatas dejando poco espacio para las iniciativas de reforma a largo plazo, aparte de la dificultad inherente que presenta la reforma de la zona euro en favor del trabajo. De hecho, la zona del euro se ha vuelto aún más conservadora durante este período.

Sin embargo, a medida que la política de austeridad se ha extendido, la idea del impago de la deuda pública como una posibilidad real también ha avanzado de manera significativa. La austeridad es un camino muy peligroso tanto para las economías de la periferia como para las del centro, como se demostró en la sección 4, que incluso podría empeorar el problema del endeudamiento. En los mercados financieros globales se espera que al menos Grecia pueda declarar un impago en el futuro. Se han escuchado voces, incluso dentro del discurso predominante, afirmando que la austeridad podría ser un callejón sin salida, sobre todo para Grecia, y defendiendo una reestructuración controlada de su deuda pública¹⁹. Desde el extremo radical del espectro político en Grecia y también desde otros ámbitos se han escuchado opiniones abogando por el impago. Es probable que incluso los gobiernos hayan considerado esa posibilidad, aunque nunca haya trascendido a la opinión pública.

La sección final de este artículo aborda el impago y la renegociación de la deuda a la luz del análisis anterior. Dado que el impago plantea inevitablemente la cuestión de la pertenencia a la zona euro, también se considera la posibilidad de salida de la moneda

¹⁸ Véase el informe de RMF 'Eurozone Crisis: Beggar Thyself and Thy Neighbour', Marzo de 2010, capítulo 7, pp. 49-59.

¹⁹ Véase Roubini, N. Greece's best option is an orderly default, Financial Times, 28 June 2010. Disponible en: <http://www.ft.com/cms/s/0/a3874e80-82e8-11df-8b15-00144feabdc0.html>; or Beattie, A. Why Greece should default, lección impartida en la LSE, 14 July 2010. Podcast disponible en: http://richmedia.lse.ac.uk/publicLecturesAndEvents/20100714_1830_whyGreeceShouldDefault.mp3

común por parte de los países periféricos. El centro de la discusión está en la economía política de las diferentes opciones, que implican todas ellas complejos cambios sociales y diferentes conjuntos de ganadores y perdedores, tanto a nivel nacional como internacional. No es fácil determinar cuáles son los intereses de la clase trabajadora de la periferia, por no hablar de la zona central. El enfoque adoptado aquí es que si se emprendiese el camino del impago, la renegociación y la salida del euro, este proceso debería conducir a un cambio en el equilibrio social en favor del trabajo. Por la misma razón, debería romper el dominio del conservadurismo y el neoliberalismo en la zona euro.

La discusión en este ámbito se lleva a cabo bajo las dos ópticas posibles, que corresponden a un impago conducido bien por el acreedor o bien por el deudor. Distinguir entre los dos es útil para determinar los intereses sociales del impago, la renegociación y la salida. El impago conducido por el acreedor probablemente implicaría una senda de políticas conservadoras que impondrían los costes del ajuste a los trabajadores, sin modificar la naturaleza subyacente de la zona euro. El impago conducido por el deudor, en cambio, podría aportar importantes beneficios a los países periféricos, creando un espacio para cambiar el equilibrio social en favor del trabajo. El impago conducido por el deudor plantearía inmediatamente la cuestión de la salida de la zona euro, lo que invita a un análisis de las implicaciones que este hecho tendría para la economía y la sociedad.

El impago, la renegociación y la salida del euro se discuten a continuación básicamente como si se aplicaran al caso de un país periférico único. Este supuesto parece razonable, dado que la presión de la crisis ha sido muy intensa en Grecia en comparación con otros países de la periferia. Grecia ha estado en la primera línea de la crisis de la zona euro, y lo más previsible es que se mantenga en esa posición en el futuro inmediato. Por otra parte, y aunque solamente fuera por motivos de análisis, igualmente sería necesario aceptar el supuesto de que el impago, la renegociación y la salida del euro se producen en un solo país. Es la única forma en que se pueden considerar como conocidos con un grado aceptable de precisión elementos como el equilibrio de las fuerzas sociales, las palancas de la política económica y el contexto económico internacional.

No es necesario decir que si se produjeran acontecimientos decisivos en un país periférico habría importantes repercusiones sobre el resto de la zona euro. Por un lado, lo que es válido de forma individual para Grecia también se puede considerar válido para España y Portugal (y probablemente para Irlanda, aunque no se ha considerado en este artículo). Existen diferencias significativas entre los tres países, como se estableció anteriormente, pero su comprometida situación como países periféricos de la zona euro es similar. Si uno de ellos adoptara una decisión de impago, renegociación y salida del euro, se generaría un importante efecto demostración para los demás. Cada uno, naturalmente, afrontaría esta situación desde la perspectiva de su propio contexto social, político e institucional, pero la restricción económica subyacente sería similar. El relato de los acontecimientos, por tanto, se puede aplicar principalmente a Grecia, pero España y Portugal también podrían reconocerse en él.

Por último, cabe mencionar que el impago, la renegociación y la salida del euro podrían conducir, en el caso límite, a la fractura o incluso al colapso de la zona euro en su conjunto. Es imposible analizar con rigor las repercusiones de un evento tan catastrófico, más allá de afirmar que los costes tanto para la periferia como para la zona central serían sin duda grandes. Sin embargo, incluso este resultado sería, en última instancia, fruto de la naturaleza de la zona euro: explotadora, desigual e inadecuadamente cohesionada. La culpa no recaería en los países periféricos, sino en la unión monetaria en su conjunto, que habría colocado a la periferia en una situación insostenible. Los trabajadores de los países periféricos no tienen la obligación de aceptar las medidas de austeridad por un tiempo indefinido con el fin de rescatar a la zona euro.

IMPAGO A INICIATIVA DEL ACREEDOR: CONSOLIDACIÓN DE LA CAMISA DE FUERZA DE LA ZONA EURO.

La austeridad es una estrategia de alto riesgo cuando se trata de deuda pública, ya que restringe la actividad económica, como se demostró en la sección 4. Incluso las proyecciones oficiales esperan que la deuda pública sobre el PIB siga aumentando en todos los países de la periferia hasta el 2012-2013. La dinámica de la deuda podría llegar a ser insostenible si hubiera una recesión más profunda de lo esperado en el ámbito nacional, si se produjera una agitación social y política a gran escala o si se diera un giro negativo en el desempeño económico de la Unión Europea y el resto de las economías del mundo. La presión sería mayor en Grecia debido al alcance de las medidas de austeridad y al volumen de la deuda pública, pero el peligro estaría presente para todos los países periféricos.

Si se pusiera de manifiesto que la política de austeridad ha empezado a fallar en Grecia - y en otros lugares - la perspectiva de una reestructuración de deuda promovida por los acreedores se convertiría en algo cada vez más plausible. No implicaría necesariamente una suspensión unilateral del pago de intereses, y el impago formal no tendría forzosamente que ser declarado. Sin embargo, una modalidad controlada de impago podría darse en la práctica, por ejemplo mediante el intercambio de deuda vieja por nueva, tal vez en la línea de lo sucedido en Argentina en el período inmediatamente anterior al impago de 2001. Este proceso, obviamente, se llevaría a cabo auspiciado por los bancos y en el marco de la zona euro. Esto significaría, en el mejor de los casos, una leve quita de deuda para los prestamistas junto con una ampliación de los plazos de vencimiento y, posiblemente, tipos de interés más bajos. Los bancos que organizaran una reestructuración como esta podrían esperar unos sustanciosos honorarios.

Un impago a iniciativa de los acreedores beneficiaría a los intereses de los prestamistas, en particular los bancos. Cabe destacar que esto incluye a los prestamistas nacionales, por ejemplo los bancos nacionales que tienen un volumen significativo de deuda pública. Los prestamistas se beneficiarían porque los mecanismos institucionales de la zona euro se emplearían sobre los Estados prestatarios con el objetivo de minimizar sus pérdidas. Los bancos también se beneficiarían ya que seguirían teniendo acceso a liquidez a través del BCE mediante los mecanismos para facilitar el proceso de impago.

C. Lavapistas et al.

Por encima de todo, los bancos prestamistas se beneficiarían al aceptar el hecho ya conocido de que parte de la deuda pública en sus balances implica un alto riesgo de impago, lo que les permitiría posteriormente sacar esos activos del balance en condiciones favorables para ellos. En ese contexto, los bancos nacionales también intentarían cambiar la vieja deuda por nuevos títulos de tal forma que se transfiriera al Estado una parte tan grande como fuera posible del coste de la operación.

¿Es concebible que un impago inducido por los acreedores pueda tener lugar junto con una reforma radical de la zona euro? ¿Podría haber una acción que aligerase de forma importante la carga de deuda de los prestatarios en el marco de la zona euro, pero que al mismo tiempo permitiera transferencias fiscales de los ricos a los pobres, un mayor presupuesto europeo, la protección del salario y así sucesivamente?

Las enormes dificultades que conlleva la reforma de la zona euro en una dirección favorable a la mano de obra se han puesto en evidencia en el curso de la crisis actual. El impago y la renegociación de la deuda son fenómenos apremiantes, que requieren medidas igualmente urgentes que contrarresten esa posibilidad. La zona euro ha presentado un paquete de rescate al precio de una política de austeridad, inicialmente en Grecia, pero después en gran parte del resto de la unión. Ante la crisis, se ha optado por una mayor presión sobre los trabajadores, una mayor rigidez fiscal y unas condiciones punitivas impuestas a los países endeudados. Al mismo tiempo, se han tomado medidas firmes para rescatar a los bancos. Estas acciones son consistentes con la naturaleza del euro como divisa mundial que sirve principalmente a los intereses del capital financiero en Europa. Las acciones también son coherentes con el neoliberalismo arraigado en el corazón de la zona euro. En todo caso, éste no es un sistema que pueda admitir una reforma en favor de los trabajadores en la escala temporal que marca una crisis de la deuda.

En suma, reestructurar la deuda bajo el control de los acreedores en el marco de la zona euro supone un enfoque conservador que sería coherente con la actual política de austeridad. Por esta razón es poco probable que constituya una solución a largo plazo de la crisis o que suponga beneficios importantes a los trabajadores de los países periféricos. La carga de la deuda seguiría siendo considerable y las políticas de austeridad probablemente continuarían. El pronóstico a largo plazo para Grecia y otros países de la periferia seguiría siendo negativo.

IMPAGO A INICIATIVA DEL DEUDOR Y LA POSIBILIDAD DE SALIDA DE LA ZONA EURO.

El impago promovido por el deudor es potencialmente una opción más radical, aunque sus resultados variarían dependiendo de cómo se llevara a cabo. Si, por ejemplo, la austeridad fallase y la reestructuración inducida por los acreedores no produjera resultados decisivos, la posibilidad de un impago a iniciativa por el deudor sería cada vez más plausible incluso para la hornada actual de gobiernos periféricos. Pero esta perspectiva se encuadraría en medio del caos social y económico causado por la fallida

política de austeridad. Por lo tanto, el peligro más profundo de las actuales políticas de la UE y el FMI es que podría dar lugar a una repetición de la experiencia de Argentina en los años 1990 y 2000. Desde esta perspectiva, si los países periféricos estuvieran dispuestos a seguir la senda del impago controlado por ellos mismos, deberían hacerlo por su propia voluntad, con decisión, a su debido tiempo y a la vez poniendo en marcha profundos cambios sociales.

Un impago promovido por el deudor significaría, en primera instancia, la suspensión unilateral de pagos. Esto último se traduciría en un período de intensificación de la lucha social interna, así como de importantes tensiones en las relaciones internacionales. El país debería decidir con qué obligaciones cumplir, y en qué orden, de entre las contraídas con el exterior. Para mayor complejidad, los bancos nacionales, los inversores institucionales y otros tenedores de deuda pública tratarían de proteger sus propios intereses.

Desde la perspectiva de los trabajadores, pero también de la sociedad en su conjunto, debería tener lugar, imperativamente, una auditoría pública de la deuda después de la suspensión de pagos. La transparencia es una exigencia vital a la vista del velo de secretismo que envuelve el endeudamiento público. Auditar la deuda permitiría a la sociedad conocer qué se debe y a quién, así como las condiciones en que se acordaron los contratos de deuda. También se demostraría qué partes de la deuda son "odiosas" o ilegales, lo que permitiría que el deudor se negase a pagarlas. La dirección futura del impago y su capacidad de producir beneficios para los trabajadores dependerían de si la transparencia logra imponerse en lo referente al stock de deuda. Este sería un primer terreno de lucha social interna una vez que el impago se hubiera materializado.

Las negociaciones para saldar la deuda tendrían lugar a iniciativa del deudor, con el fin de que concluyeran lo más rápidamente posible. El objetivo sólo podría ser lograr una profunda quita para los prestamistas que aligerase el aplastante peso de la deuda sobre los países prestatarios. Es imposible determinar el alcance de esta quita por adelantado y antes de la auditoría de la deuda, pero en el caso de Grecia es poco probable que fuera inferior a la de Rusia o Argentina en los años noventa y dos mil, que osciló entre 50% y el 60%. Dos tercios de la deuda pública griega está en el extranjero, mientras que el resto está en manos nacionales. Los tenedores de deuda más importantes, tanto a nivel nacional como en el extranjero, son los bancos. Hay que tener en cuenta además que la gran mayoría de los títulos de deuda pública griega parecen haber sido emitidos bajo la legislación griega, lo que posiblemente permitiría al país evitar importantes disputas legales en los tribunales de EE.UU. y el Reino Unido, como le hubiera sucedido a otros países de renta media²⁰. Dado que los bancos de la zona central del euro están considerablemente expuestos a Grecia (e incluso en mayor medida a la periferia en su

²⁰ Véase Buchheit L. and Gulati G. Mitu, 2010, [How to Restructure Greek Debt](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1603304), http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1603304there

conjunto), como se muestra en la sección 2, Grecia posee algunas ventajas en la renegociación de su deuda pública. Un gobierno que reflejase la voluntad popular y actuase con decisión podría ser capaz de asegurar una profunda quita de deuda en un margen de tiempo bastante breve.

Pero una situación de impago promovido por el deudor también presentaría riesgos significativos. El más inmediato sería el de verse excluido de los mercados de capitales por un tiempo. Adicionalmente, el impago podría generar una escasez de crédito comercial cada vez mayor en la medida en que los bancos nacionales e internacionales se vieran afectados, lo que dañaría las exportaciones del país deudor. Aún más grave, el impago supondría el riesgo de precipitar una crisis bancaria, ya que importantes volúmenes de deuda pública están en manos de los bancos nacionales y extranjeros.

La experiencia internacional muestra que el período de exclusión de los mercados de capitales no dura mucho tiempo, y siempre hay fuentes alternativas de financiación. Por lo general, los países recuperan la credibilidad en un corto espacio de tiempo y los mercados de capitales demuestran tener una memoria muy corta. La amenaza al crédito comercial, por el contrario, tendría probablemente mayores consecuencias y el gobierno tendría que intervenir para garantizar las deudas comerciales. Pero el peligro más grave sería la amenaza de crisis bancaria, que podría amplificar de forma muy importante el impacto del impago. Para evitarla, debería haber una amplia y contundente intervención del gobierno. En Grecia, esto sin duda significaría extender la propiedad y el control público de los bancos, protegiéndolos así de los impagos y previniendo la fuga de depósitos. Los bancos, de propiedad pública, podrían actuar como palancas para la transformación radical de la economía en favor del trabajo.

¿Podría producirse una evolución tan drástica de los acontecimientos dentro de los límites de la zona euro? Hay que reseñar en primer lugar que en absoluto está claro si sería posible formalmente. No existen precedentes de impago soberano dentro de la zona euro y su marco jurídico no contempla tal evento. No hay forma de asegurar la respuesta formal de la zona euro a una suspensión unilateral de pagos de la deuda por parte de uno o más de sus miembros. Y tampoco está claro qué consecuencias tendría un impago en relación con la participación del país que lo declarase en los mecanismos de toma de decisiones de la zona euro, incluyendo la fijación de los tipos de interés. Parece inevitable que el moroso se convierta en un paria, pero el contexto formal sigue siendo poco claro.

Dejando la viabilidad formal a un lado, ¿sería deseable que el impago a iniciativa por el deudor se llevara a cabo dentro de los límites de la zona euro? La respuesta es negativa. En primer lugar, sería más difícil para el país deudor hacer frente a una crisis bancaria doméstica sin pleno dominio sobre su política monetaria. En términos más generales, si los bancos se pusieran bajo la propiedad pública a raíz de un impago soberano, pero siguieran perteneciendo al sistema euro, sería prácticamente imposible utilizarlos con el fin de reformar la economía. En segundo lugar, la permanencia en la zona euro ofrecería poco beneficio para el incumplidor, en términos de acceso a los mercados de capitales o de rebaja del coste de la financiación. En tercer lugar, la opción de la devaluación sería imposible, lo que eliminaría un componente vital de la

recuperación. La acumulación de deuda de los países periféricos está inextricablemente ligada a la moneda común y el problema volvería a aparecer si el país moroso se mantuviera dentro de la zona euro.

En consecuencia, el impago inducido por el deudor pone sobre la mesa la posibilidad de salir de la zona euro. La salida ofrecería un control inmediato sobre las políticas fiscal y monetaria nacionales. También eliminaría las limitaciones de un sistema monetario que ha generado intensos déficit por cuenta corriente en la periferia. Es razonable esperar que la devaluación permitiese la recuperación de la competitividad. También es plausible pensar que habría un reajuste de los recursos en favor de la industria nacional. El resultado sería la protección del empleo así como el aligeramiento de las presiones hacia una mayor austeridad en los salarios. Como se puede ver por los casos de Argentina y Rusia en los años noventa y dos mil, el impago y la devaluación dieron lugar a una rápida recuperación. Sin duda, las economías periféricas de Europa son diferentes de aquellos países ricos en recursos, exportadores de productos primarios. Pero no hay razón para pensar que otras áreas de actividad, como el turismo y ciertos segmentos de la actividad secundaria, no respondieran positivamente a la devaluación.

Sin embargo la salida también implicaría costes, dado el cambio violento de sistema monetario. El retorno a una moneda nacional para Grecia, o para otro país periférico, sería más difícil que la "pesificación" de la economía argentina, dado el grado sin precedentes de integración monetaria en la zona euro. Sin embargo, la sustitución del euro no es una política compleja, y sus parámetros fundamentales no son difíciles de determinar. La decisión tendría que ser anunciada repentinamente con el fin de minimizar la fuga de capitales; habría un periodo de vacaciones bancarias; los bancos recibirían instrucciones para encargarse de convertir los depósitos y otros pasivos y activos nacionales en la nueva moneda a un tipo de cambio elegido. Cuando los bancos abriesen de nuevo, habría una circulación paralela interna del euro y la nueva moneda, lo que generaría una duplicidad de precios para una amplia gama de bienes y servicios. También habría tensiones monetarias a medida que los contratos y obligaciones fijas se ajustasen a la nueva unidad de cuenta. Para evitar el colapso de la confianza, lo que podría tener efectos catastróficos para la actividad económica, no debería haber titubeos una vez que la política hubiera sido adoptada. Con el tiempo los precios y la circulación monetaria se ajustarían a la nueva moneda, mientras que el euro sería excluido de la economía nacional.

El valor internacional de la nueva moneda caería inevitablemente, generándose movimientos complejos en el equilibrio de las fuerzas sociales internas. Los bancos y las empresas que estuvieran devolviendo deuda en el extranjero se enfrentarían a grandes dificultades; su respuesta inmediata sería la de tratar de trasladar algo de su propia deuda hacia el Estado. Por otra parte, aquellos que poseen activos en el extranjero tratarían de especular en contra de la nueva moneda. Para la clase capitalista nacional el retorno a la moneda nacional representaría una oportunidad para transferir los costes a la sociedad, a la vez que un intento de obtener una transferencia de riqueza en la medida en que la nueva moneda se devaluase.

Desde la perspectiva de los trabajadores, pero también de la sociedad en su conjunto, la respuesta sería un amplio programa de propiedad pública y control de la economía, empezando por el sistema financiero. La propiedad pública sobre los bancos garantizaría que siguiesen existiendo, y prevendría una retirada masiva de depósitos. Se impondrían también controles de divisas y de capitales para evitar la exportación de capital y reducir al mínimo las operaciones especulativas. Se crearían de esta forma unas condiciones que permitirían la adopción de una política industrial que alteraría el equilibrio de la economía nacional mediante el fortalecimiento del sector productivo. Las fuentes de crecimiento en el medio plazo se encontrarían en una firme reestructuración de la economía, más que en la expansión de las exportaciones a través de la devaluación.

La nueva moneda también crearía presiones inflacionarias a medida que los precios de las importaciones se incrementasen, en particular los precios de la energía; los salarios reales caerían como consecuencia de ello. Afrontar estas presiones no sería nada fácil, pero ciertamente sería posible. Es imposible, en primer lugar, decir cuál sería el elemento que conectaría los precios de importación con los precios internos. Por otra parte, el mando renovado sobre la política monetaria permitiría medidas de lucha contra la inflación, especialmente durante los meses de la conmoción inicial tras la devaluación. El apoyo a los salarios reales podría proporcionarse a través de una política de redistribución del ingreso basada en impuestos más altos sobre la renta y la riqueza. Después de todo, los países periféricos son los más desiguales de la zona euro y tienen una urgente necesidad de redistribución. Hay que tener en cuenta, además, que un brote de inflación reduciría la enorme carga de la deuda interna.

El impago y la salida, por último, crearían problemas en las finanzas públicas, en la medida en que el acceso a la financiación internacional tocaría a su fin. La experiencia internacional muestra que el saldo primario normalmente retorna al superávit poco después de que un evento de esta naturaleza se haya producido. En el corto plazo, los problemas de las finanzas públicas se verían aliviados cuando la recuperación se iniciase, ya después del impago. El gobierno también podría pedir prestado a la banca nacionalizada, así como monetizar el déficit, hasta cierto punto. Pero para un país como Grecia, la respuesta a medio plazo debería ser la reestructuración del sistema tributario ampliando la base tributaria para incluir a los segmentos más ricos y al propio capital. Esto sería parte integrante de la reestructuración del Estado griego en su conjunto, convirtiéndolo en más democrático y responsable. No podría haber una solución definitiva a los problemas de las finanzas públicas en Grecia u otros países periféricos a menos que hubiera una modificación en la naturaleza del Estado que reflejase un cambio subyacente en el equilibrio de fuerzas entre clases. En términos más generales, no podría haber reequilibrio de la economía en favor de las personas que trabajan sin una profunda reestructuración del Estado.

En suma, no hay alternativas fáciles para los trabajadores de los países periféricos de la zona euro. El dilema que afrontan estos países es duro. Podrían aceptar las políticas de austeridad, permaneciendo dentro de la zona euro en una situación de recesión o estancamiento por un tiempo indefinido. Alternativamente, podrían optar por un impago a iniciativa del deudor acompañado de la salida de la zona euro. Esta última opción podría

ser la señal de una transformación radical de la economía y la sociedad, alterando el equilibrio de poder en contra del capital. La pugna distributiva respecto a quién asumiría el coste de la crisis continuaría, pero se habrían creado unas condiciones más favorables dentro de las cuales luchar por una solución progresista en favor de los intereses de la mayoría. El impago inducido por el deudor podría suponer el inicio de un giro anti-capitalista en la periferia de la zona euro que disminuyese el dominio neoliberal sobre la UE, y que por tanto promoviese en Europa una organización asociativa de la economía y de la sociedad.