

10/2012

7 de febrero de 2012

*Gonzalo Sirvent Zaragoza*

**NUEVO ANÁLISIS SOBRE LA CRISIS  
DE LA DEUDA EN EUROPA**

## **NUEVO ANÁLISIS SOBRE LA CRISIS DE LA DEUDA EN EUROPA**

### **Resumen:**

La profunda crisis de la deuda soberana en Europa es una manifestación más de la CRISIS que se desató en EE.UU. en 2007, como consecuencia de unos mercados financieros potentes, opacos y faltos de regulación, capaces de influir en la economía real con un gran potencial desestabilizador. Las economías europeas directamente afectadas por ella se enfrentan a diversos círculos viciosos que se realimentan entre sí y generan una dinámica negativa de desconfianza creciente, que nos está llevando a una nueva recesión. Para salir de ella, son necesarias medidas de reducción del déficit con un ritmo apropiado junto con medidas estructurales que favorezcan el crecimiento, pero servirán de muy poco sin un claro liderazgo europeo que transmita confianza a los mercados, que permita la emisión de eurobonos y la adopción por el BCE de medidas contundentes de apoyo a los Estados frente a los mercados.

### *Abstract:*

*The deep crisis of the sovereign debt in Europe is a result of the CRISIS that started in the United States in 2007 as a consequence of powerful, opaque, and not enough regulated financial markets, able to influence in the real economy with great destabilizing potential. The European economies face several vicious circles which produce a negative dynamics of distrust that is driving Europe towards a new recession. In order to live it, it is necessary to set up politics for reducing public deficits with a proper rhythm and structural politics for recovering growth. But they will be useless without a clear European leadership that transmits confidence to the markets, and allows eurobonds as well as CEB strong measures in support of the States in front of the markets.*

### **Palabras clave:**

Deuda pública, PIB, recesión, CDS (credit default swaps), contracción del crédito, déficit público, prima de riesgo, especulación, círculo vicioso, BCE, FMI, planes de ajuste, eurobonos.

### *Keywords:*

*Public debt, GNP, recession, CDS (credit default swaps), credit crunch, public deficit, market risk premium, speculation, vicious circle, ECB, IMF, plans of economic adjustment, eurobonds.*

## LOS ORÍGENES. LA GRAN RECESIÓN DE 2008

El 14 de septiembre de 2008 quebró Lehman Brothers, el cuarto banco de inversión del mundo, con un pasivo de 613.000 millones de dólares. Fue la mayor quiebra de la historia y el origen de un tsunami gigantesco que se extendió por todo el globo. Esta crisis, que entonces explotaba con toda su crudeza, había comenzado un año antes en EE.UU., cuando se detectó que el sistema financiero había gestado una enorme burbuja en torno a las hipotecas *subprime*, concedidas a personas sin suficiente solvencia, en un ambiente eufórico de subida continuada de los precios de las casas.

Los bancos americanos habían vendido las llamadas “hipotecas basura” a través de una maraña de títulos que enmascaraba su grave peligro, las sacaba del balance (pasando el problema a otros y consiguiendo nuevos fondos) y las esparcía por todo el mundo. A continuación, la bajada de los precios en el mercado inmobiliario de dicho país desencadenó una gravísima crisis de desconfianza que se extendió por el sistema bancario mundial, en la que nadie prestaba su dinero, y que provocó cerrar el grifo del crédito a los empresarios y consumidores, con gravísimas consecuencias por ser éste imprescindible para que las economías no se colapsen. Este desastre se alimentó con las altas calificaciones que las agencias de calificación otorgaban a estos activos, que no supieron o no quisieron ver su peligro.

A comienzos de 2008 España, cuyo PIB había crecido a un ritmo del 3,6% el año anterior, recibió la primera ola de esta crisis mundial (a partir de ahora la CRISIS), lo que provocó un brusco frenazo del crecimiento en el primer trimestre. En el segundo, el crecimiento fue nulo y en el tercero toda Europa entró en una profunda recesión. En España el PIB disminuyó un 3% entre julio y septiembre; luego siguió bajando hasta alcanzar un ritmo máximo de caída del 6,3% en el primer trimestre de 2009. Ese año, tras tocar fondo, se inició una lenta mejoría relativa y en el primer trimestre de 2010 se consiguió volver a crecer, aunque con una tasa muy modesta, incapaz de generar empleo. Habían transcurrido dieciocho meses de recesión y por fin parecía que se iba a iniciar una lenta recuperación. Sin embargo, tras unos pocos meses optimistas, en abril se desata la crisis de la deuda y vuelve a extenderse el pesimismo. La CRISIS, después de provocar más de dos millones de despidos en España, aún seguía presente y, aunque había nacido en EE.UU., había afectado de lleno a Europa, que a partir de ahora se iba a mostrar cada vez más vulnerable.

## LA CRISIS DE LA DEUDA EN EUROPA. UNA NUEVA MANIFESTACIÓN DE LA CRISIS.

La forma de combatir esta primera etapa de la CRISIS –años 2008, 2009 y comienzos de 2010- no fue la misma en todos los países de Europa, de forma que en unos se contuvo bastante el déficit público y en otros, España entre ellos, se desbocó. Esto fue así, en parte de forma deliberada y en parte por una mala gestión. ¿Por qué se permitió? Porque las autoridades responsables no evaluaron bien la gravedad de la CRISIS y cometieron el error de pensar que el gasto público tendría un efecto expansivo que nos sacaría rápidamente de la recesión, con lo que al aumentar los ingresos fiscales se esperaba que mejorasen las cuentas públicas.

La adopción de políticas keynesianas de expansión, todavía defendidas por algunos economistas<sup>1</sup>, podía tener cierto sentido antes de que los mercados atacaran con toda crudeza el precio de la deuda soberana en Europa, unas veces con movimientos especulativos por ánimo de lucro, otras con una contagiosa retirada de posiciones por pura desconfianza, en buena parte generada por los primeros. Sin embargo, hoy en día, ante la gravedad de estos ataques, el frenazo del crecimiento y, sobretudo, ante la postura que está manteniendo el Banco Central Europeo (BCE) de comprar deuda solamente *con carácter excepcional y de forma limitada*, los países de la Eurozona no tenemos alternativa: *hay que reducir el gasto público* y, al mismo tiempo, tratar de minorar el efecto negativo sobre el PIB de dicha reducción, mediante adecuadas políticas estructurales que favorezcan el crecimiento.

Lo cierto es que en el primer semestre de 2010, cuando parecía que Europa estaba empezando a recuperarse, muchos países habían generado una gran deuda pública acumulada e importantes déficits presupuestarios<sup>2</sup>. De repente, los mercados desconfiaron de las posibilidades de Grecia para pagar su deuda y exigieron rentabilidades cada vez más altas para comprarla. Simultáneamente, las agencias de calificación empezaron a bajar su nota, lo que acrecentó los temores y generó una dinámica muy peligrosa.

En el mes de abril, la prima de riesgo de la deuda griega con respecto al bono alemán a 10 años se dispara y supera los 500 puntos básicos<sup>3</sup> en el mercado secundario, con tendencia a

---

<sup>1</sup> KRUGMAN Paul, *Keynes tenía razón*, El País, 03.01.12

<sup>2</sup>El déficit público acompañado de un bajo crecimiento económico genera muchos problemas, siendo de destacar el “crowding out” o “efecto expulsión”, por el cual el dinero de los bancos se invierte en financiar deuda pública en lugar de ir a la economía productiva. Al mismo tiempo, puede generar desconfianza en el exterior, lo que hace subir la rentabilidad que los inversores exigen a las sucesivas emisiones de deuda (imprescindibles para amortizar los vencimientos).

<sup>3</sup> Un 5% adicional de interés sobre el bono alemán.

seguir subiendo y la Unión Europea acuerda la necesidad de un rescate urgente de Grecia. Afortunadamente, la deuda española todavía mantiene un envidiable diferencial con Alemania ¡por debajo de los 100 puntos! Posteriormente se producen importantes ataques contra Irlanda y Portugal: Grecia tiene que ser rescatada en el mes de mayo cuando su prima de riesgo supera los 900 puntos. En ese momento las primas de riesgo de Irlanda y Portugal se sitúan en torno a 180 puntos, lo que ya es preocupante. Los meses siguientes la situación sigue empeorando en estos dos países, que finalmente tienen que ser rescatados en noviembre de 2010 y mayo de 2011 respectivamente, con sus primas de riesgo cerca de los 600 puntos.

Por su parte, en la evolución de la prima de riesgo española pueden distinguirse dos períodos. El primero comienza en abril de 2010, cuando inicia una repentina escalada que la sitúa en las proximidades de los 200 puntos. Como consecuencia, el gobierno se ve obligado a tomar drásticas medidas de ajuste presupuestario para transmitir confianza y parece que el mercado las valora positivamente, de forma que la citada prima de riesgo se mantiene en torno a este valor. Este primer período dura aproximadamente un año (mayo 2010-junio 2011).

El segundo periodo comienza con un súbito ataque de los mercados a España, Italia y también Francia durante el pasado verano. Es, por lo tanto, muy reciente. El ataque es tan brusco que da lugar a una subida vertiginosa de las primas de riesgo, especialmente en los dos primeros países, y tiene que ser contrarrestada por el BCE<sup>4</sup>, que, incomprensiblemente, hasta entonces apenas había comprado deuda española e italiana. Esta crisis da lugar a una rápida reunión entre el Sr. Sarkozy y la Sra. Merkel y a diversas medidas que consiguen evitar un desastre. En cualquier caso, la prima de riesgo española da un nuevo salto en esos meses que la lleva hasta los 450 puntos básicos a finales de noviembre. A continuación, en diciembre se produce una fuerte bajada hasta el entorno de los 300, gracias a diversas medidas adoptadas por las autoridades europeas, muy especialmente, a la subasta de créditos, a tres años y al 1%, de medio billón de euros que el BCE inyectó en la banca europea, gravemente falta de crédito. Posteriormente se producen otras oscilaciones. Este segundo período se inicia en julio de 2011 y aún continúa, situándose el valor medio de la prima de riesgo en torno a 350 puntos, habiendo bajado a los 300 puntos en los últimos días. Por su parte, la prima de riesgo italiana inició una rápida subida en octubre hasta la cota de 550 puntos y, tras un tiempo en el entorno de los 500 puntos, actualmente se mantiene

---

<sup>4</sup> El precio de la deuda depende de la oferta, la demanda y la confianza en el producto, de forma que si el BCE compra una cantidad importante de deuda, bajará la oferta, lo que hará subir su precio (y bajará la rentabilidad exigida por el comprador). Por el contrario si el BCE no actúa, bajará el precio. Además, puede bajar la confianza del inversor, el cual puede asustarse y dejar de comprar o hacerlo solamente con una prima de riesgo más alta. Por tanto, es importante actuar antes de que se instale la desconfianza.

alrededor de los 400 puntos.

En cuanto a los países rescatados, el caso de Grecia es el peor, encontrándose en curso negociaciones para una quita entre el 50% y el 70%, por lo que su prima de riesgo se cotiza en torno a 3200 puntos básicos en el mercado secundario, siendo también de destacar el aumento de la desconfianza de los mercados hacia Portugal, cuya prima de riesgo está en torno a 1200 puntos.

En los gráficos 1 y 2 se aprecian en detalle los movimientos de las primas de riesgo española e italiana respectivamente. Obsérvese el elevado sincronismo entre las dos curvas, lo que demuestra que los ataques del mercado no van dirigidos particularmente contra España.



La crisis de la Deuda en Europa constituye una nueva manifestación de la CRISIS y es de una complejidad extrema. Generalmente, frente a ella se ha reaccionado tarde y con medidas insuficientes, *quedando mucho por hacer*. En estos momentos la situación económica ha empeorado, al detenerse bruscamente el crecimiento en toda Europa en el último trimestre de 2011<sup>5</sup>, en gran parte como consecuencia de la falta de confianza que el problema de la Deuda -y su mala gestión-, han generado entre los inversores. Asistimos así a una compleja situación de círculo económico vicioso, en el que básicamente la *desconfianza* genera *desaceleración* del crecimiento y ésta, a su vez, más desconfianza.

Esta situación se ve agravada por la recesión iniciada tras los ataques de este verano y la desconfianza que sembraron, así como por los efectos contractivos que provoca la necesaria reducción del gasto público a la que antes nos hemos referido. En este momento es, por tanto, crucial poner las bases para una nueva etapa de crecimiento económico –actuando

<sup>5</sup> En España el PIB tuvo una caída del 0,3%, muy similar al de Alemania (0,25%).

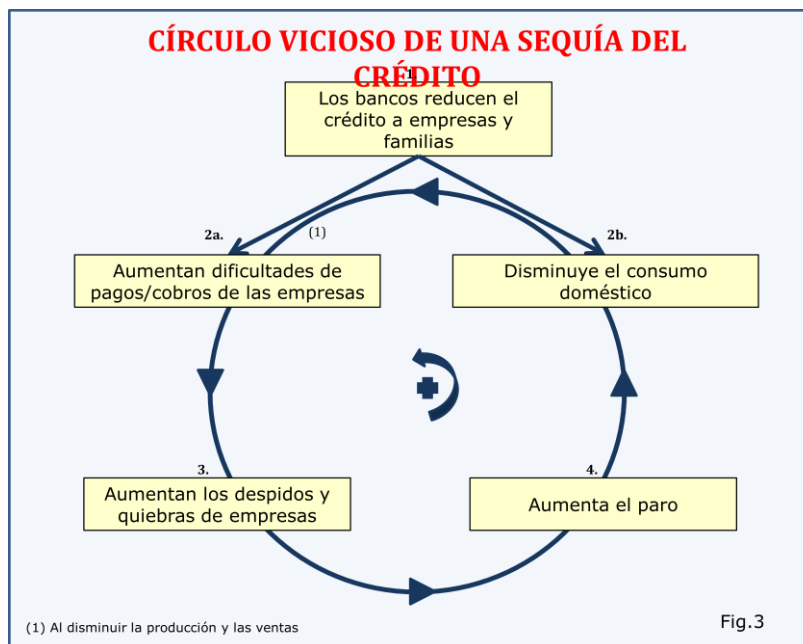
desde los gobiernos afectados, pero con el imprescindible apoyo de las instituciones europeas- y, muy especialmente, desde el BCE<sup>6</sup>, que hasta ahora ha actuado tarde y, en el caso de la compra de deuda soberana, de forma limitada.

### TRES CÍRCULOS ECONÓMICOS DESTRUCTIVOS

En la crisis europea actúan lo que en dinámica de sistemas se conocen como mecanismos de *realimentación positiva* (en su forma de actuación, no en sus resultados) y en un lenguaje más coloquial como *círculos viciosos* cuando sus resultados son negativos o *círculo virtuoso*, cuando éstos son positivos. En época de crisis aparecen los primeros y es imprescindible romperlos para acabar generando la dinámica contraria e iniciar una nueva fase de crecimiento. Actualmente nos encontramos sometidos al menos a tres *círculos viciosos*, que se refuerzan en su efecto destructor.

#### El círculo vicioso de la Contracción del Crédito

Este primer proceso de destrucción se inició con el estallido de la crisis y está detrás de todo lo que está sucediendo. Se puede resumir con el siguiente esquema:



<sup>6</sup> En los artículos de opinión de medios económicos especializados es muy frecuente leer que el BCE es el único que puede romper el actual proceso de deterioro. Véase por ejemplo: BENAYAS Jose-Luis, “¿Un acuerdo suficiente para salvar el euro?” en [www.dossierempresarial.com](http://www.dossierempresarial.com), 15.01.12. También se expresa en este sentido VIDAL-FOLCH Xavier en [www.elpais.com](http://www.elpais.com) el pasado 03.11.11. La agencia FITCH también ha declarado recientemente que “el único cortafuegos creíble de la crisis de liquidez o incluso de solvencia en Europa es el BCE” ([www.eleconomista.es](http://www.eleconomista.es); 12.12.11)

El proceso comienza cuando, por el motivo que sea, los bancos reducen el crédito a las empresas y familias (etapa 1). Esto es lo que sucedió a partir de 2007, primero en EE.UU y después en Europa, al extenderse la desconfianza por el sistema bancario. La sequía del crédito provoca que empresarios y consumidores carezcan de la necesaria financiación para sus actividades (etapa 2a) y para su consumo (etapa 2b). A su vez, la caída del consumo disminuye las ventas de las empresas, por lo que éstas se ven obligadas a reducir aún más su producción, lo que refuerza las dificultades de los empresarios para cobrar de sus clientes y poder pagar a sus proveedores. Como consecuencia de todo ello, las empresas tienen que reducir su mano de obra y empiezan a producirse quiebras<sup>7</sup> (etapa 3). A continuación, los despidos llevan directamente a un aumento en el número de parados (etapa 4). Pero, al aumentar el paro disminuye de nuevo el consumo, lo que *realimenta* el proceso y, en ausencia de otras medidas, lleva a una grave recesión. Esto fue básicamente lo que sucedió en 2008 y 2009.

Tras una recuperación parcial del crédito en 2010, este círculo ha estado a punto de repetirse en los últimos meses debido a una nueva falta de confianza bancaria, esta vez hacia la deuda pública existente en los balances de los bancos europeos y es lo que el BCE está intentando evitar con su oferta de “barra libre” de créditos baratos a tres años a la banca que tuvo lugar en diciembre, a la que antes nos hemos referido<sup>8</sup> y que se repetirá en breve plazo. Esta medida ha constituido un gran acierto y debería ir seguida por otras igualmente contundentes para entre todas sacarnos de la actual situación. En particular, es necesario que las autoridades europeas y nacionales estimulen la circulación de ese dinero hacia la economía real.

¿Qué más puede hacer el gobierno para intentar romper este círculo vicioso? Básicamente evitar la etapa 1 con toda clase de medidas que ayuden a recuperar la confianza en nuestro sistema bancario y en nuestra economía (en particular disminuyendo el déficit público y reestructurando el sistema bancario) para que el crédito internacional fluya hacia él, sin olvidar nunca la necesidad de establecer políticas que incentiven los créditos a empresarios y consumidores. También es crucial mejorar el mercado laboral para evitar la etapa 3. Todas estas actuaciones son necesarias, pero necesitan ser complementadas con una actuación internacional que **inyecte liquidez en los bancos**, como afortunadamente ha hecho el BCE recientemente y tiene previsto repetir próximamente.

---

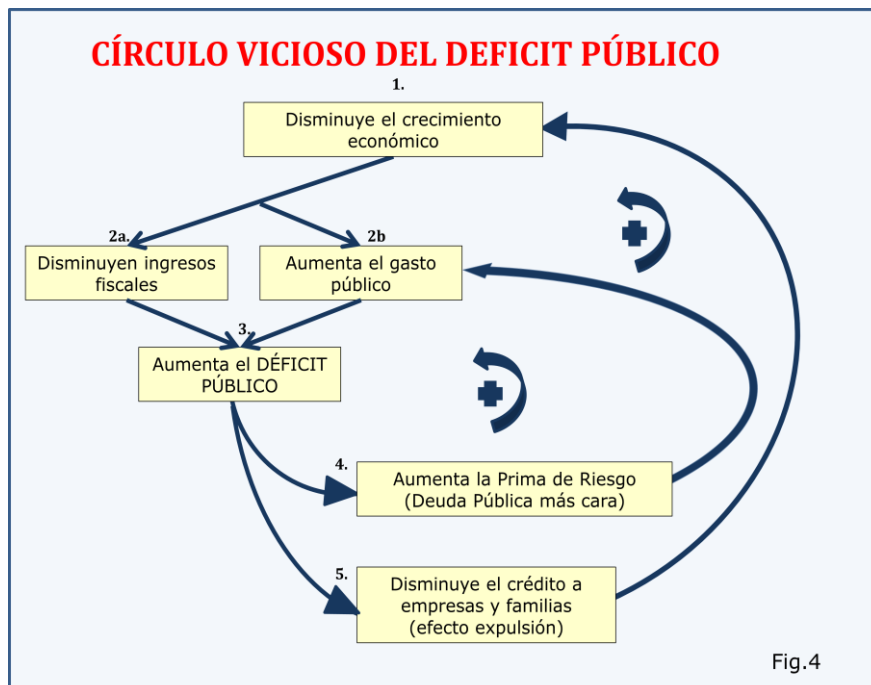
<sup>7</sup> Una solución más aconsejable, que nos habría ahorrado muchos problemas, hubiera sido la del modelo laboral alemán: disminuir la jornada de trabajo y los salarios, pero nuestro mercado laboral no lo permitía. En esta segunda recesión será inevitable hacerlo.

<sup>8</sup> El BCE proporcionó el día 22 de diciembre a las entidades bancarias europeas (523 entidades) 489.000 millones de euros en créditos al 1% y a tres años.

### El círculo vicioso del Déficit Público.

Cuando por cualquier motivo se produce una caída del PIB, puede aparecer otro proceso de realimentación que ya nos atrapó en un pasado y que ha vuelto a hacerlo ahora en muy poco tiempo<sup>9</sup>: el del “déficit público”.

Ante una falta de crecimiento, el déficit tiende a aumentar por dos razones. En primer lugar por la bajada de los ingresos fiscales y en segundo lugar porque aumentan las necesidades del estado de bienestar al crecer el paro o presentarse otros problemas propios de una recesión y, con ellas, el gasto público. En esta situación es muy importante no gastar más de lo que se tiene (ingresos previstos más posibles fondos de reserva procedentes de épocas de bonanza). De no ser así, el déficit comienza a manifestarse (etapa 3) y lo hace con voluntad de seguir creciendo, pues puede aumentar la prima de riesgo, es decir los intereses que hay que pagar por las sucesivas emisiones de deuda, imprescindibles para poder pagar las anteriores (etapa 4) y porque el crédito que tendría que ir a las empresas y consumidores se emplea ahora en comprar deuda pública (etapa 5), con lo que a su vez se refuerza el círculo vicioso de la sequía del crédito, antes expuesto, cuya principal consecuencia es la falta de crecimiento. Y así sucesivamente si no se actúa. Es decir, **ambos procesos se realimentan**. Esta dinámica puede resumirse de la siguiente forma:



<sup>9</sup> En 2007 España cerró sus cuentas con un superávit del 2% y en sólo dos años, se incurrió en un déficit del 11%.



Para enfrentarse a esta realimentación, es imperativo disminuir el gasto público, luchar contra el fraude fiscal y, en caso imprescindible, aumentar los impuestos.

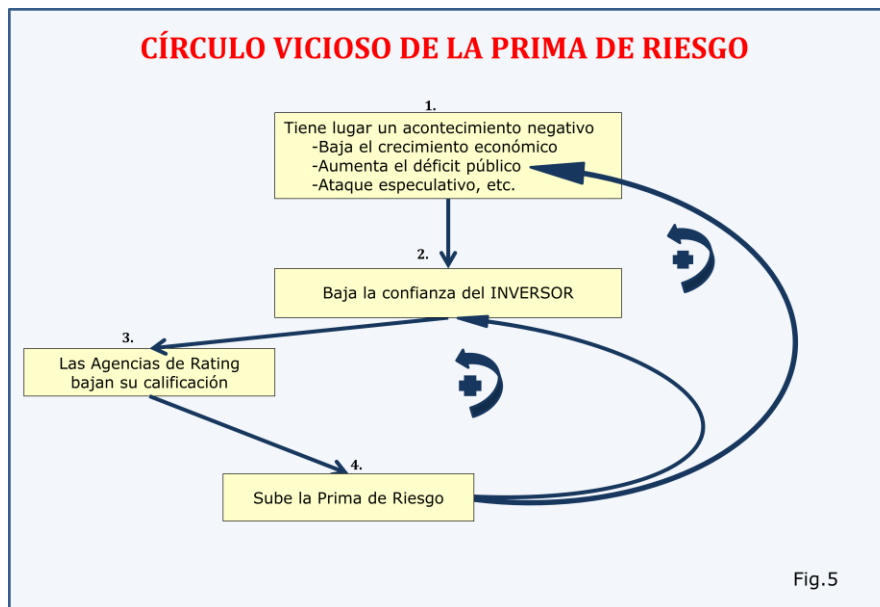
Pero, de nuevo, si a pesar de estas medidas, continúa la desconfianza y la prima de riesgo sigue subiendo, vuelve a ser necesaria la ayuda del BCE, en este caso **comprando deuda pública**.

### El círculo vicioso de la Prima de Riesgo

Sin esa actuación del BCE las subidas de las primas de riesgo también se realimentan, según un proceso lamentablemente muy familiar que se resume en el siguiente esquema. En él se parte de cualquier *acontecimiento negativo*, por ejemplo una disminución del crecimiento económico (por cualquier motivo), un aumento del déficit público o de las expectativas de déficit, o una venta masiva de deuda pública por parte de grandes inversores. Como consecuencia de ello se genera en el mercado una sensación de “desconfianza” que termina por instalarse. A continuación las agencias de calificación bajan la nota del país en cuestión, lo que hace subir la prima de riesgo. Esta subida empieza a repercutir directamente en el inversor agravando su falta de confianza, algo que también hace de forma menos directa mediante los futuros aumentos del déficit que anticipa o por otros caminos más complejos. Finalmente, la desconfianza vuelve a aumentar y se repite el ciclo. En este proceso los ataques especulativos pueden tener un gran poder destructor, dada la eficacia de los actuales instrumentos financieros y la entidad del capital que manejan, a los que luego nos referiremos, como hemos sufrido estos dos últimos años.

Para romper este círculo es necesario que el BCE plante cara a la especulación y transmita una política de firmeza, anunciando que empleará toda la potencia necesaria para que no se desplome el mercado, lo que devolvería la confianza a los inversores. De hecho esa **contundencia en la respuesta**, ausente hasta hoy, permitiría restituir el valor de la prima de riesgo a cifras razonables que no deberían haber superado los 100 puntos en el caso de Italia y España, por debajo de las cuales estaban instaladas. A lo sumo no deberían haber superado los 200 puntos (primera etapa de la crisis de la Deuda) como medida de presión para obligar a estos dos países a acometer importantes y, sin duda, necesarias reformas, dado el enorme peso de estas dos economías, tercera y cuarta de la Eurozona y evitar el **riesgo sistémico** que ahora estamos viviendo en toda Europa. Consentir que las primas de riesgo continuaran subiendo ha sido un error. Mantenerlas en 200 puntos habría sido equivalente a un plan de rescate en el que los tipos de interés de la deuda se podían haber

mantenido por debajo del 4%<sup>10</sup>, lo que hubiera devuelto la confianza a los mercados y no hubiera exigido planes de ajuste tan asfixiantes como los que ahora son necesarios. Y el BCE contaba con la potencia necesaria conseguirlo<sup>11</sup>.



## EL PULSO EUROPA-MERCADOS

En las últimas décadas los mercados financieros han sufrido una importante transformación. Hoy en día todos ellos mueven cantidades ingentes de dinero –mercados de divisas, acciones, deuda pública, derivados<sup>12</sup>, etc. que superan con mucho el PIB que todo el planeta produce durante un año, no digamos ya el español o el italiano, y presentan una alarmante opacidad y falta de regulación. Los principales actores de estos mercados son bancos de inversión, fondos de inversión, fondos de pensiones, fondos soberanos y fondos de alto riesgo. Sus movimientos están en manos muy concentradas, con lo cual su capacidad de influencia en los precios es muy notable. A ello se unen las nuevas tecnologías y la creciente apertura de los mercados que permiten mover grandes cantidades de capital por todo el

<sup>10</sup> 1,79% de la deuda alemana a 10 años, más un 2% adicional de la prima de riesgo.

<sup>11</sup> Téngase en cuenta que frente a los 220.000 millones de euros que el BCE lleva gastados en deuda soberana, los programas de “alivio cuantitativo” de la Reserva Federal de EE.UU. inyectaron dos billones de dólares en la economía americana, mediante la adquisición de bonos (privados y estatales). A ello debe añadirse que China también cuenta en su poder con un billón de dólares en deuda americana y que, aún así, en este momento EE.UU. se está planteando un tercer programa de este tipo valorado en otro billón de dólares.

<sup>12</sup> Los derivados son instrumentos financieros cuyo valor varía en función del precio de otra cosa (acciones, bonos, deuda pública, etc.) y constituyen básicamente una apuesta de futuro. Se trata de un mercado, prácticamente carente de regulación, que mueve la escalofriante cifra de 700 billones de dólares.

mundo a la velocidad de un click de ordenador, así como el uso de programas informáticos de venta automática que ante determinados movimientos del mercado reaccionan vendiendo ingentes cantidades del producto afectado, lo que aumenta y acelera las variaciones de los precios.

La variedad de productos financieros derivados y formas de operar con ellos aumenta casi exponencialmente la cantidad de dinero que se mueve así como la complejidad del mercado. Con todo ello, también aumenta su inestabilidad ante la facilidad que tiene el capital de acudir rápidamente adonde existen mayores posibilidades de rentabilidad, abandonando súbitamente sus posiciones en otros sitios y ante la continua invención de formas de obtener mayores rentabilidades. Como consecuencia, también aumenta el riesgo, no sólo para los operadores por muy grandes que éstos sean –quiebras como la de Lehman Brothers se podrían repetir- sino para el propio sistema que ha sido superado por su propia evolución.

En particular, los mercados ya han demostrado ser capaces de dañar gravemente el sistema bancario occidental en su conjunto, en la primera manifestación de la CRISIS, o a la Eurozona completa en su segunda manifestación, actualmente en curso. Su falta de regulación, y su poder, constituyen un problema extraordinariamente grave que fue comprendido al inicio de la *crisis* por algunos líderes políticos y que requeriría una decidida actuación internacional que pareció se iba a acometer desde el G-20<sup>13</sup>. Lamentablemente, estos propósitos, abanderados por el presidente de Francia, prosperaron muy poco.

Este problema ha ido creciendo apoyándose en una teoría económica muy extendida, que germinó en EE.UU. y el Reino Unido en los años setenta, según la cual los mercados tienden a autorregularse por sí solos. Esta concepción arranca de los economistas de la Escuela de Chicago capitaneados por el premio Nobel Milton Friedman y ha sido desenmascarada por la CRISIS como una de las mayores mentiras de los últimos tiempos<sup>14</sup>. ¿Quién puede enfrentarse a semejantes mercados en esta diabólica crisis de la Deuda que estamos sufriendo en Europa? De forma eficaz, contundente y con la rapidez que la gravedad de la situación exige, solamente el BCE. Es el único actor con poder suficiente para hacerlo, como ya se ha dicho.

---

<sup>13</sup> El País, 26.09.08: Nicolas Sarkozy quiere "refundar el capitalismo" para lo que convocará a "los principales líderes mundiales" antes de fin de año para reconstruir, "partiendo de cero", el sistema financiero internacional, tal y como se hizo en la conferencia de Bretton Woods tras la II Guerra Mundial...La autorregulación para resolver todos los problemas, se acabó; *le laissez faire, c'est fini*", proclamó.

<sup>14</sup> El profesor Velarde Fuentes se refería en plena CRISIS, en el diario ABC (16.03.09) a las opiniones del gran economista Paul Samuelson, también premio Nobel, de la siguiente forma: "Sus críticas son feroces. En primer lugar, hacia quienes elaboraron un castillo de naipes basado en esquemas financieros diabólicos...En segundo lugar, hacia Milton Friedman, del que hoy comprendemos cuan equivocada era su noción, según la cual el sistema financiero consigue regularse a sí mismo".

Pero como hasta ahora las compras de deuda pública se están llevando a cabo con un carácter *excepcional y limitado*, es muy difícil ganarle el pulso a los mercados, los cuales perciben las dudas del BCE y optan por seguir apostando contra Europa, sea para beneficiarse de ello sea por temor. Al final, una demanda más baja y con miedo, cada vez exige mayores rentabilidades para comprar. En este sentido, la simple percepción de una actitud de firmeza y contundencia por parte del BCE es muy probable que frenase la subida de las primas de riesgo, sin necesidad de unas compras tan masivas como algunos temen. Por el contrario, unas declaraciones desafortunadas de un líder político o económico importante en sentido inverso recalcando la “transitoriedad” o “limitación” de estas medidas pueden desatar súbitos ataques del mercado, como ya ha sucedido<sup>15</sup>.

En lo que respecta al temor alemán a que la compra de deuda genere inflación al inyectar dinero en el sistema, éste no es compartido por muchos economistas, dada la atonía de las economías europeas en este momento. No obstante, existe una herramienta que tendría grandes bondades y que defienden muchos políticos, economistas e inversores: los eurobonos<sup>16</sup>. En efecto, estas deseables emisiones de deuda europea, además de permitir una financiación mucho más barata y transmitir confianza al mercado, evitarían una posible subida de la inflación, al retirar dinero de circulación mediante su venta.

Por lo tanto, sería urgente convencer a Alemania de lo siguiente: a) los planes de ajuste son necesarios y se están llevando a cabo con gran esfuerzo, pues transmiten sensación de seriedad al mercado, pero deprimen las economías y agravarán la recesión que ya ha comenzado, por lo que es imprescindible estimularlas con medidas apropiadas. En particular, habría que minorar el ritmo de los ajustes, adaptándolo a las actuales previsiones negativas de crecimiento para no provocar una recesión de gran profundidad<sup>17</sup> b) es urgente desanudar la soga de la prima de riesgo que muchos países tenemos actualmente apretada al cuello –cada vez más- si no queremos deslizarnos por un abismo y c) existen soluciones. Bastaría con dejar que el BCE actúe como lo hace el banco central de EE.UU. o del Reino Unido, países cuya prima de riesgo se sitúa actualmente en torno a 0 puntos y 20 puntos respectivamente<sup>18</sup>. Para ello la mejor receta a corto plazo sería comprar deuda de los

---

<sup>15</sup> El pasado 8 de diciembre, tras unas declaraciones del Presidente del BCE afirmando que no había cambiado la política de compra de deuda, se desplomaron las bolsas (el IBEX 35 cayó un 2,12%) y se produjo una subida de las primas de riesgo.

<sup>16</sup> Entre otros, el ex canciller Kohl, el ex presidente de la Comisión Europea y para muchos el artífice del euro, Jackes Delors, los premios nobel de economía Stiglitz y Krugman, o el inversor George Soros.

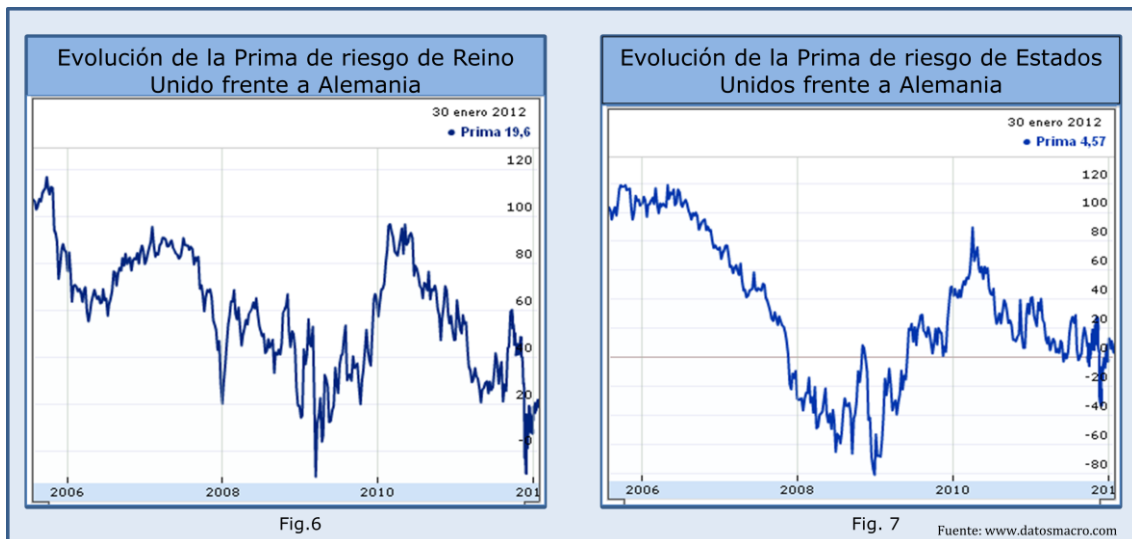
<sup>17</sup> Recientemente el FMI y el Banco de España han previsto para 2012 una caída del PIB español del 1,7% y 1,5% respectivamente, que podía ser aún mayor como consecuencia de los ajustes previstos (un 2,5% en opinión del banco de inversión Nomura).

<sup>18</sup> Lo que significa que la deuda de estos países se vende con el interés del bono alemán, en un mínimo histórico del 1,79% más un sobreprecio del 0,2% en el caso del Reino Unido.

Estados de forma permanente y contundente, pregonándolo claramente a los mercados (que muy probablemente se reprimirían) y emitir eurobonos para ayudar a aquellos Estados que cumplan sus programas de disminución del déficit. De todo ello, además, podrían beneficiarse los países de forma graduada a su esfuerzo y rigor presupuestario, lo que serviría de estímulo para todos. Esta es la solución que Europa necesita urgentemente.

Para terminar este apartado, obsérvese en los dos gráficos siguientes la evolución de la prima de riesgo con respecto a Alemania de la deuda del **Reino Unido y EE.UU.** Obsérvese que en el Reino Unido su valor medio durante la CRISIS está siendo del orden de 50 puntos y en EE.UU. de 0 puntos. En resumen, estos dos países apenas han sufrido ataque alguno de los mercados, al saberse incapaces de ganarle el pulso a la FED o al Banco de Inglaterra. Obsérvese también el sincronismo entre ambas curvas.

Estos dos países, por increíble que pueda parecer, cuentan con **un déficit público comparable al español y una deuda acumulada superior a la nuestra** pero eso sí, cuentan con sendos bancos centrales que no anuncian compras “excepcionales y limitadas” y que responden con contundencia ante cualquier presión de los mercados.



## LOS CREDIT DEFAULT SWAPS (CDS). UN ARMA DE DESTRUCCIÓN MASIVA

Uno de los productos financieros más peligrosos creados en los últimos años son los Credit Default Swaps –CDS- o seguros de riesgo de impago por parte de emisores de bonos, sean empresas o Estados. El mayor peligro surge de la llamada compraventa al descubierto de estos productos, es decir por inversores que operan con ellos sin ser sus propietarios y a

modo de una apuesta, lo que llevan a cabo generalmente con el fin de especular y obtener beneficios. Estos operadores son, a menudo, fondos de alto riesgo. De esta forma, ya no se trata de proteger al inversor de la suspensión de pagos o bancarrota del emisor, razón para la que estos productos fueron creados, sino de enriquecerse apostando a que ésta se producirá. La falta de regulación, su concentración en unos pocos vendedores y el impresionante crecimiento<sup>19</sup> de este mercado ha llevado a una situación que constituye una auténtica bomba de relojería que está detrás de las causas de la CRISIS. Ello es debido a su opacidad, falta de garantías, tamaño y alta capacidad de influir en la realidad de la empresa o país contra el que se apuesta.

La compraventa de CDS al descubierto supone el 80% de este mercado. Su forma de actuar equivale a comprar un seguro de incendios sobre la casa del vecino por alguien totalmente ajeno al mismo y que al mismo tiempo cuenta con elementos para prenderle fuego a la casa. Al final si la casa se quema, se hace millonario. Por esta razón, hay muchos dirigentes políticos y personas concedoras de los complicados entresijos de los mercados de derivados, que se han manifestado claramente a favor de prohibir las ventas al descubierto de estos productos. Uno de ellos es afortunadamente la Sra. Merkel<sup>20</sup>.

Así mismo, el conocido especulador y filántropo George Soros, que en un pasado obtuvo inmensos beneficios especulando contra la libra, califica desde hace tiempo a los CDS como *“activos tóxicos, cuyo uso debería ser estrictamente regulado”*<sup>21</sup> y es partidario de que se prohíba el mercado al descubierto, por actuar como una *licencia para matar*<sup>22</sup>. Según Soros, las entidades financieras Bear Stern, Lehman Brothers y AIG fueron destruidas (alguna de ellas rescatadas con cargo al contribuyente) por ataques con operaciones en corto al descubierto mediante el uso de los CDS. Estos productos constituyeron uno de los principales factores desencadenantes la CRISIS.

Afortunadamente, la Unión Europea acordó el pasado mes de noviembre prohibir el mercado al descubierto de CDS sobre deuda soberana, aunque a partir del 1 de noviembre de 2012 y con determinadas excepciones para el caso de que el mercado acusara una fuerte falta de liquidez. No se entiende muy bien una fecha de efectividad tan lejana, dada la

---

<sup>19</sup> En el año 2002 el montante global del mercado de CDS era de 2 billones de dólares, lo que supera el PIB de España, pero en 2007 –justo antes de la CRISIS - superó los 62 billones, cantidad que supera al PIB de todo el planeta.

<sup>20</sup> Alemania fue el primer país en prohibir por su cuenta las operaciones al descubierto de CDS, en mayo de 2010.

<sup>21</sup> El Economista; 08.12.09

<sup>22</sup> Para Soros, el uso de estos instrumentos financieros de alto riesgo puede modificar los precios finales de los productos en el mercado, lo que a su vez puede afectar a la propia realidad que los precios deben reflejar, produciéndose así una realimentación que él llama *“reflexividad”*.

gravedad de la situación que estamos viviendo, pero es muy probable que existan complejas razones legales para ello. En cualquier caso, es otra buena noticia. Del mismo modo, la UE está intentando evitar que los tenedores de CDS contra la deuda griega puedan cobrarlos como consecuencia de la quita en proceso de negociación. De conseguirlo, se evitarían futuras especulaciones.

La opacidad de este mercado, que opera mediante acuerdos bilaterales entre compradores y emisores, no ha permitido al autor de este trabajo encontrar ningún dato sobre la cantidad de CDS utilizada para especular contra Grecia, Portugal u otros países europeos, probablemente porque se trata de un dato desconocido por las autoridades. No obstante, documentos de la Unión Europea<sup>23</sup> consideran probada su utilización en el caso de la deuda griega. Por todo ello los CDS, que también han sido calificados como **armas financieras de destrucción masiva** por el multimillonario e inversor norteamericano Warren Buffet, necesitan una estricta regulación a nivel mundial que los haga más transparentes, aumente sus garantías y prohíba las operaciones al descubierto.

## LECCIONES APRENDIDAS POR EL FMI EN 2011

Olivier Blanchard, economista jefe del Fondo Monetario Internacional, ha expuesto recientemente cuatro lecciones extraídas del desarrollo de la CRISIS en 2011. Estas lecciones refuerzan lo expuesto en las páginas precedentes y apenas precisan comentarios. Son las siguientes:

- Después de la crisis de 2008 y 2009 la economía está plagada de profecías que se autocumplen<sup>24</sup>.
- Medidas políticas parciales o incompletas pueden empeorar las cosas<sup>25</sup>.
- Los inversores están confundidos entre la consolidación fiscal y el crecimiento<sup>26</sup>.
- La percepción puede cambiar la realidad<sup>27</sup>.

<sup>23</sup> 03A-DV-PRESSE\_FCS(2011)11-07(30711), "*November plenary: Economic governance*", de 11.11.2011.

<sup>24</sup> Esta es otra forma de referirse al poder de los mercados para influir en la realidad o a los círculos económicos viciosos anteriormente expuestos.

<sup>25</sup> Es lo que ha estado sucediendo en Europa desde que estalló la crisis de la Deuda. De ahí la necesidad de medidas contundentes.

<sup>26</sup> Esta observación del Sr. Blanchard implica un riesgo importante no analizado en estas páginas: el de que los inversores que hasta ahora han reaccionado de forma negativa con los déficits fiscales, pudieran empezar a hacerlo ahora por la caída del crecimiento que generan los planes de ajuste puestos en marcha para combatirlos, lo que mantendría la presión alcista sobre las primas de riesgo. Si es así, la necesidad de una política monetaria contundente por parte del BCE sería todavía mayor y, aunque habría que seguir reduciendo los déficits, habría que hacerlo más despacio (en palabras de Blanchard y de la Sra. Lagarde mediante "*un maratón y no un sprint*").

<sup>27</sup> Con esta lección, se refiere a las dificultades para hacer bajar las primas de riesgo una vez que la presión de los mercados les hace escalar un nuevo peldaño. Blanchard pone el ejemplo de la gran subida de la prima de

## CONCLUSIONES

Las conclusiones de este trabajo podrían resumirse de la siguiente forma:

- La crisis de la Deuda en Europa es una manifestación más de la *crisis* mundial que se inició en EE.UU. en el año 2007.
- La causa primera de la *crisis* es la falta de regulación de unos mercados financieros muy poderosos y opacos que, con la ayuda de nuevos instrumentos, son capaces de generar enormes burbujas, graves crisis de desconfianza y/o el hundimiento de determinados mercados contra los que se deciden a apostar. A ello se une una actuación rigurosa (en 2007 y ahora) de las agencias de calificación.
- Los países afectados por elevadas primas de riesgo deben disminuir sus déficits públicos y, al mismo tiempo, adoptar políticas estructurales diversas que favorezcan el crecimiento (financiera, laboral, energética, etc.) y de esta forma generar confianza entre los inversores. Pero, al mismo tiempo, es imprescindible una ayuda decidida del BCE. La combinación de estas tres medidas es la única forma de salir de la peligrosa dinámica en la que estamos instalados.
- Los planes de ajuste contraen la economía y tienen el peligro de llevarnos a una nueva recesión, o de agravar la que ya ha comenzado. Para contrarrestar este efecto es más importante todavía contar con el apoyo decidido del BCE.
- La actuación del BCE debería materializarse en tres ámbitos:
  - ✓ Continuar facilitando créditos baratos ilimitados a la banca europea.
  - ✓ Anunciando y llevando a cabo compras masivas de deuda de los países que lleven adelante los planes de ajuste acordados con las autoridades europeas.
  - ✓ Emitiendo eurobonos, lo que disminuiría tensiones, abarataría la financiación de los Estados y contribuiría a contrarrestar los posibles efectos inflacionistas de las dos medidas anteriores.
- Los planes de ajuste no deben programarse para conseguir una minoración brutal del déficit. Estos planes deben parecerse a una carrera de fondo y no a un sprint, tal y como ha señalado el FMI. Esta adaptación debe hacerse con el consenso de las autoridades europeas.
- Hay dificultades para consolidar una gobernanza mundial capaz de imponer cuanto antes una mayor regulación a los mercados financieros y modificar el concepto de “laissez faire”, anteriormente aceptado, origen de la actual situación.

---

riesgo de Italia desde el pasado verano (superior a la de la prima de riesgo española) y dice: “no se sabe muy bien lo que pasó, pero una vez que Italia se percibió como un riesgo, esta percepción se ha mantenido”. Como conclusión, habría que deducir de nuevo que el BCE tiene que ser rápido y contundente en sus respuestas a los ataques.



- Del mismo modo, es imprescindible establecer un fuerte liderazgo europeo, algo demandado por muchos analistas<sup>28</sup>, y ser más ágiles en la toma de decisiones, para salir con éxito de la situación de emergencia en la que nos encontramos.

## REFLEXIÓN FINAL

La economía no es una ciencia exacta y la historia está plagada de graves errores que lo demuestran. Un ejemplo muy significativo lo constituye el que cometieron los países vencedores de la Primera G.M. con Alemania, al imponerle en el Tratado de Versalles una deuda económica asfixiante. El genial economista John Maynard Keynes supo ver, en contra de todos, que sería imposible pagarla y que surgirían problemas muy graves que iban a afectar a Europa entera. Aquel error, junto con la Depresión de 1929, condujo directamente a la Segunda G.M.<sup>29</sup>.

En este momento sucede lo contrario: son los principales líderes europeos, si no mundiales, los que tendrían que convencer a Alemania de que podría estar equivocándose y que si el país amigo no cambia de actitud y permite un nuevo mandato para el BCE, la Eurozona podría hundirse con dramáticas consecuencias para todos.

Gonzalo Sirvent Zaragoza\*

---

<sup>28</sup> Como ejemplo del sentir fuera de Europa, puede consultarse el informe de Sandro POZZI, “Apoyo sin ayuda a Europa”, ([www.blogselfpais.com](http://www.blogselfpais.com)), de 19.12.2011, según el cual en una reunión entre altos directivos de la Reserva Federal de EE.UU. en Nueva York el pasado 16 de diciembre se concluyó que “Europa tiene capacidad y recursos para resolver por sí sola sus problemas”, así como que “no se trata de una crisis de solvencia sino de **desorden político**” y que “a estas alturas **el Banco Central Europeo es el único posible salvador**, como hizo la Reserva Federal hace tres años.”

<sup>29</sup> KEYNES John Maynard, “The economic consequences of the peace”, Skyhorse Publishing Inc., 2007.

\*NOTA: Las ideas contenidas en los *Documentos de Opinión* son de responsabilidad de sus autores, sin que reflejen, necesariamente, el pensamiento del IEEE o del Ministerio de Defensa