

La Deuda

en los Países Periféricos Europeos

Rafael Hurtado Coll

Profesor de Finanzas del IE Business School

Desde el primero de enero de 1999, el euro es la moneda única dentro de la unión monetaria. Diferentes países, con distintas economías y diversas políticas fiscales, decidieron en la década de 1990 la constitución de una sola moneda con el fin de ganar credibilidad y relevancia en la economía internacional.

Desde 1999, en la eurozona existe un único banco central (el Banco Central Europeo), cuyo objetivo es mantener la inflación baja y estable. El Banco Central Europeo tiene prohibido el préstamo a países con dificultades de financiación. Cuando se constituyó el euro, se pensaba que, a cambio de no recibir dinero del Banco Central, la emisión de deuda sería más sencilla, ya que los compradores de títulos de renta fija emitidos en la divisas europeas serían potencialmente muy numerosos.

Para corregir el efecto pernicioso de los diferentes tipos de economías y distintas políticas fiscales, se impusieron unas reglas (conocidas como las reglas del Tratado de Maastricht) que los países miembros de la eurozona debían cumplir. Dichas reglas eran no tener un déficit público superior al 3% del PIB ni un volumen de deuda superior al 60% de este.

Hasta la actual crisis, que comenzó entre 2007 y 2008, el euro funcionaba de una manera muy aceptable. Las economías europeas, en la mayoría de los casos, presentaban tasas de crecimiento adecuadas y los mercados financieros, en líneas generales,

El detonante de lo que se denomina comúnmente crisis de deuda de los países periféricos surgió a finales de 2009, cuando tras un cambio de Gobierno y la llegada al poder del socialista Yorgos Papandreu, el nuevo Ejecutivo griego ponía de manifiesto la desastrosa situación económica del país, anunciando que el déficit público era mayor que el esperado (en torno al 13% del PIB).

aceptaron bien la existencia del euro. Países como España se beneficiaron en gran medida de la existencia de la moneda única, pues sus empresas conseguían financiarse a unos tipos muy bajos (incluso los tipos de interés reales llegaron a ser negativos). Además, las entidades financieras lograban titular fácilmente activos financieros, como por ejemplo las hipotecas, lo que les permitía ofrecer a sus clientes abundante y barata financiación. Sin duda,



en este hecho está en parte el origen de lo que se ha denominado "burbuja inmobiliaria".

A partir de 2008, la situación fiscal y económica de numerosos países pertenecientes a la zona euro cambió de manera radical. La recesión afectó de forma asimétrica a las diferentes regiones de Europa. Los distintos déficits públicos derivados de menores ingresos del Estado y los gastos producidos por la recesión (entre otros, mayores prestaciones sociales y gastos provenientes del intento de corregir la crisis económica) pusieron de manifiesto las grandes diferencias entre los países *core* de Europa, capitaneados por Alemania y Francia, y los países periféricos.

La Crisis Griega

El detonante de lo que se denomina comúnmente crisis de deuda de los países periféricos surgió a finales de 2009, cuando tras un cambio de Gobierno y la llegada al poder del socialista Yorgos Papandreu, el nuevo Ejecutivo ponía de manifiesto la desastrosa situación económica del país, anunciando que el déficit público era mayor que el esperado (en torno al 13% del PIB).

El Gobierno griego se endeudó fuertemente y el gasto público se disparó en la última década. Por otro lado,

la alta economía sumergida (alrededor del 35%-40% del PIB) mermó los ingresos fiscales. Durante un largo periodo de tiempo, el Gobierno griego consiguió matizar su elevado déficit público para evitar mostrar su delicada situación financiera.

El caso griego puso en alerta a la comunidad inversora internacional sobre la situación de otros países de la eurozona con economías relativamente más débiles. Las primas de riesgo (diferencial de tipos de interés entre la deuda de un determinado país y la deuda alemana) se ampliaron de manera considerable.

La ampliación de la prima de riesgo ha tenido como consecuencia el empeoramiento de las finanzas públicas de determinados países (se ven obligados a pagar más por su deuda pública), así como la dificultad y encarecimiento de la financiación de sus sistemas financieros, lo que ha provocado que la contracción económica sea aún más importante. Al mismo tiempo, las empresas de los países cuya prima de riesgo se ha elevado también han visto cómo sus costes de financiación se han incrementado, a pesar de que muchas de ellas tienen sus ingresos y beneficios, en buena parte, en otras regiones con crecimientos económicos aceptables. Este es el caso de un gran número de multinacionales españolas, las cuales



Foto: Maggy Producciones

están muy diversificadas y con altas inversiones en América Latina.

La Propagación Periférica

Un grupo de tres países (Grecia, Irlanda y Portugal) han tenido que ser rescatados. Otros países (Italia y España e incluso Bélgica) se encuentran bajo una estrecha vigilancia por parte de autoridades y mercados. Tanto en los países intervenidos como en el otro grupo de tres países han sido necesarias duras medidas de ajuste fiscal, encaminadas a una reducción del déficit público.

A pesar de que los países periféricos, durante esta crisis, denominada por algunos inversores y periodistas como PIGS (Portugal, Irland, Greek and Spain), en ocasiones se pueden ver como un bloque relativamente homogéneo, esto no es ni mucho menos cierto. Las diferencias entre ellos son más que notables.

Grecia es el país con peores condiciones económicas y de finanzas públicas de la zona euro. Sus niveles de déficit y deuda son muy altos, lo que requiere no solo duros ajustes presupuestarios y privatizaciones, sino una reestructuración ordenada de su deuda. En el lado positivo, y a diferencia de otros países de Europa, Grecia ha estado muy al margen de las burbujas inmobiliarias.

Portugal es un país que ha mostrado un bajo crecimiento económico durante los últimos años, con una competitividad baja. En el lado positivo está, igual que en el caso de Grecia, la inexistencia de una burbuja inmobiliaria y la exposición de su economía a regiones emergentes como Brasil.

Irlanda es un país muy productivo y con alta flexibilidad, que antes de la crisis mostró que era capaz de crecer a un ritmo elevado. En cambio, el país sufrió una importante burbuja inmobiliaria que arrastró a su sector financiero, el cual es el principal problema del país y la razón por la cual el Estado ha incurrido en un gran déficit público.

España tiene un sistema financiero mucho más saneado que el irlandés, pero aun así presenta algunos problemas en ciertas entidades, especialmente algunas cajas de ahorro. El Gobierno está trabajando para solventar la situación, inyectando dinero tanto público como privado. En España, además, la situación del sector inmobiliario no es óptima, el cual había sido uno de los motores de crecimiento del país en la última década. España también cuenta con una elevada tasa de paro, especialmente entre la población joven.

Como aspecto positivo de la economía española, se puede destacar que la situación de las finanzas públicas no es grave. A pesar del alto déficit público, la deuda sobre el PIB está a unos niveles razonables. Por otro lado, una gran parte del sistema financiero español (la gran mayoría de bancos grandes y medianos) goza de una elevada solidez financiera.

Por último, Italia es un país con alta deuda pública sobre su PIB, pero con un déficit público estable. En cambio, el crecimiento económico ha sido y sigue siendo muy reducido. De todas formas, serán necesarios más ajustes fiscales, sobre todo a partir del periodo 2013-2014, para llegar al equilibrio presupuestario.

El crecimiento económico de los diferentes países periféricos es una de sus grandes diferencias entre ellos. Mientras que Grecia y Portugal presentan crecimientos negativos del PIB, España, Irlanda e Italia están incrementado ligeramente su producto interior bruto. Sin duda, esta pequeña diferencia es importante a la hora de corregir los desequilibrios en las finanzas públicas.

Por otro lado, Irlanda, Portugal y Grecia son economías con PIB muy reducidos en el conjunto de la eurozona; en cambio, España e Italia tienen un peso

económico elevado, lo cual dificultaría o haría imposible su eventual rescate. En caso de que algún país de este tamaño tuviese graves problemas, la viabilidad del euro sería más que puesta en cuestión.

La buena noticia es que la situación económica de Italia y España es radicalmente diferente a la de los tres países intervenidos (Grecia, Portugal e Irlanda). El futuro de Italia y España depende de sí mismos. Realizando las reformas adecuadas, los dos países pueden continuar con una deuda y déficits públicos sostenibles en el largo plazo.

En mi opinión, las reformas estructurales y la reducción del déficit va a seguir siendo una realidad en los países periféricos, pero en el caso de España e Italia la necesidad de una intervención no existe. Aun con todo esto, es de destacar que los ajustes fiscales provocarán un crecimiento económico limitado y una situación que puede generar conflicto social. En diferentes países, como Grecia y en menor medida España, se han producido protestas de corte social.

Acerca del Euro

La crisis de la deuda periférica ha puesto de manifiesto los problemas ocasionados por la unión monetaria. Una divisa única y diferentes sistemas fiscales unidos, al lado de la ausencia de una alta coordinación fiscal, han provocado tensiones en la eurozona.

La situación griega también ha puesto de manifiesto la ausencia de mecanismos de crisis en la Unión Europea. Después de declararse el problema en Grecia, hubo que crear el mecanismo de rescate denominado ESM, destinado a solventar las potenciales crisis de diferentes países. Al mismo tiempo se ha avanzado mucho en la coordinación fiscal.

Otro actor de esta crisis han sido las agencias de calificación crediticia. Las disminuciones de *rating* que han hecho a los países periféricos, a pesar de poder estar muy justificadas, en ciertas ocasiones, por su rapidez y tiempo, han podido causar volatilidad e incertidumbre en el mercado. En la actualidad, Grecia tiene una calificación (CCC por S&P) peor que la de muchos países africanos. Realmente el *rating* griego es muy bajo (está ligeramente por encima del impago).

El compromiso político con el euro es muy fuerte en la eurozona. El euro es una moneda joven compuesta por países distintos y diversos, lo cual requiere de soluciones y mecanismos que lo hagan

viable. Dentro de las propuestas de futuro está la creación de un ministro de finanzas europeo que coordine las políticas fiscales y económicas de los diferentes países. También se debate la posibilidad de crear un eurobono y un Tesoro único europeo que lo emitiese. La idea es buena, pero es necesario resolver el problema del "riesgo moral", es decir, que países con economías y finanzas débiles se aprovechen de los fuertes.

La zona euro no se derrumbará, y espero que ningún país más sea intervenido; no obstante, la volatilidad y las elevadas primas de riesgo continuarán en la periferia europea por un largo periodo de tiempo. La credibilidad de algunos países ha retrocedido más de una década. Es misión de los diferentes Gobiernos realizar políticas económicas y financieras destinadas a devolver dicha credibilidad y estabilizar las finanzas públicas. En mi opinión, esta crisis de países periféricos supone una buena oportunidad para reforzar la moneda única y realizar cambios estructurales que aseguren el bienestar y crecimiento económico de los países miembros del euro. ■

