

Deudas de Estado y Estados con deuda

Crisis y crecimiento en Europa

MICHAEL DAUDERSTÄDT

Tras el *shock* financiero de 2007-2008 y la caída en el comercio internacional y la economía real de 2008-2009, la crisis económica mundial ingresó, en los primeros meses de este año, en su tercera fase: ahora aparece la amenaza de una crisis de las finanzas estatales. En este marco, en la reunión del G-20 realizada en Canadá, Alemania impuso un plan de recortes fiscales, en contraste con las posiciones de países como Estados Unidos y Francia, que defendían políticas más expansivas. El artículo analiza la situación actual de la crisis mundial y las diferentes alternativas para superarla.

Durante el primer semestre de 2010, la crisis económica mundial ingresó en su tercera fase. Tras la crisis financiera de 2007-2008 y la caída en el comercio internacional y la economía real de 2008-2009, ahora aparece la amenaza de una crisis de las finanzas estatales. Para algunos países muy endeudados, como Grecia, se dificultó enormemente el acceso al mercado global de capitales. Dada la preocupación en torno de cómo financiar el déficit y la deuda del sector público, aumentaron las exigencias para lograr una rápida

consolidación de los presupuestos estatales. En la Cumbre del G-8/G-20 realizada en Canadá a finales de junio de 2010, Alemania impuso su plan de recortes poco después de que Estados Unidos (encabezado por Barack Obama y Paul Krugmann) manifestara su inquietud por la situación mundial y advirtiera sobre los riesgos de desarrollar una política simultánea de austeridad en los principales países. De manera similar, dentro de la Unión Europea, Francia había reclamado una política económica más expansiva, sobre todo por parte de Alemania.

Michael Dauderstädt: economista, director de la división Política, Economía y Sociedad de la Fundación Friedrich Ebert (FES).

Palabras claves: economía, crisis mundial, Europa, Alemania.

Nota: traducción de Mariano Grynszpan. La versión original de este artículo en alemán puede consultarse en <www.nuso.org>.

El crecimiento y el nivel alcanzado de deuda pública, algo que inquieta a muchos inversores, es un fenómeno relativamente reciente. En la segunda mitad de 2008, los propietarios de activos y las instituciones que administraban esos activos tenían otras preocupaciones. Después del enorme crecimiento experimentado en los años del *boom*, toda la riqueza amenazó con desaparecer cuando el gobierno estadounidense decidió no rescatar a Lehman Brothers. Por ejemplo, entre 2007 y 2008, el patrimonio de los multimillonarios se redujo de 40,7 a 32,8 billones de dólares¹. Esta decisión de no socorrer a Lehman ahora es considerada un error; por cierto, los gobiernos y los bancos centrales debieron inyectar mucho dinero a causa del *shock* generalizado. Aunque no se pudo evitar la peor caída en el crecimiento mundial desde la posguerra, al menos parece haberse atenuado significativamente la tendencia. De hecho, 2010 puede volver a ser un periodo de crecimiento (si bien bajo). Y los grandes patrimonios privados se recuperan hasta alcanzar los 39 billones de dólares, cifra que se aproxima al producto bruto mundial².

■ Con las deudas crece el patrimonio

El crecimiento y el endeudamiento guardan una estrecha relación entre sí (ver gráfico de la página siguiente). Durante el auge económico las empresas

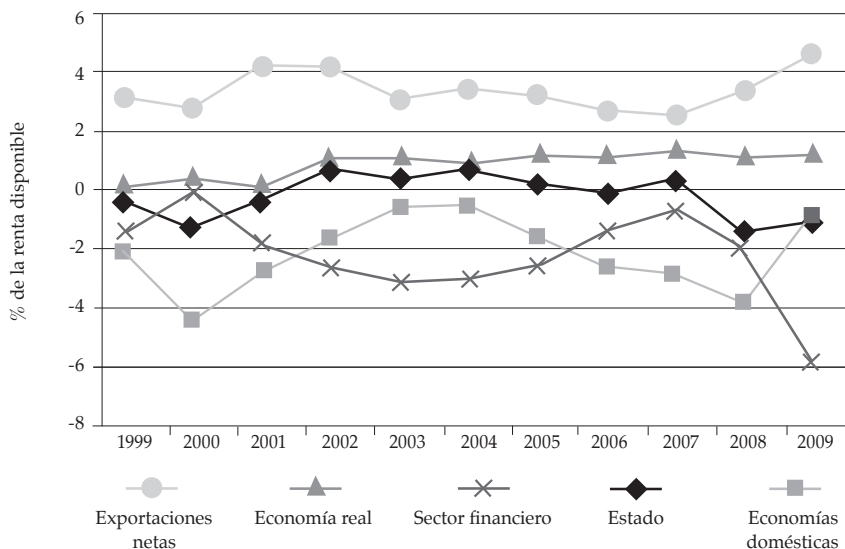
se endeudan; durante las crisis, hacen lo propio los Estados. También en esta crisis muchos deudores se declararon en cese de pagos. Ante este problema, los acreedores e inversores intentaron buscar nuevos deudores. El gráfico muestra la distinta evolución de cada sector. Las empresas solicitan menos créditos, ya que la caída de la demanda global las obliga a postergar las inversiones. Lo que intentan es reducir los costos para volver a entrar en la zona de beneficios. Esto significa una reducción de ingresos para sus proveedores (es decir, otras empresas) y para los empleados (que en parte se convierten en desempleados). La recaudación del Estado, basada principalmente en los impuestos provenientes de estos ingresos, también disminuye. No obstante, los acreedores son siempre los mismos: los hogares de mayores ingresos y el sector financiero. Se desprenden de títulos privados y adquieren valores públicos de menor riesgo. Si los Estados no estuvieran dispuestos a asumir un nivel de endeudamiento más alto, los acreedores o las instituciones financieras afectadas probablemente deberían depreciar una porción aún mayor de sus activos.

Los activos rescatados esperan obtener un beneficio normal a pesar de la crisis. Dado que los títulos públicos

1. Ver figura 2 en Capgemini y Merrill Lynch Global Wealth Management: *World Wealth Report 2010*, 2010, p. 5, <www.ch.capgemini.com/m/ch/tl/World_Wealth_Report_2010.pdf>, fecha de consulta: julio de 2010.
 2. *Ibid.*

Gráfico

**Saldos financieros en la zona del euro
(en porcentaje de la renta disponible)**



Fuente: Banco Central Europeo. Los datos de 2009 incluyen solo los tres primeros trimestres.

de bajo riesgo generan escasos intereses y los bancos centrales también exigen bajas tasas, solo es posible alcanzar un rendimiento más elevado a través de inversiones más riesgosas. Pero estas apuestas son las que precisamente fracasan en la crisis. Por lo tanto, los intentos se dirigen a sobrevalorar un poco el bajo riesgo real o a especular contra los propios deudores, para poder cobrar mayores intereses a los potenciales prestatarios. Con algo de pánico, el rendimiento de las obligaciones públicas del sur de Europa tiende a mostrar un claro aumento.

Para alcanzar un crecimiento estable, los sectores con exceso de endeudamiento deben obtener un superávit que permita reducir su nivel de deuda. El problema es cómo. Si recortan gastos, quitan ingresos a otros sectores y contribuyen a extender la crisis. Convendría entonces generar mayores ingresos, superiores a los gastos, de forma tal que el superávit permita hacer frente al servicio de la deuda, o incluso comenzar a cancelar esa deuda. Para ello, sin embargo, es necesario que algunos actores estén dispuestos a elevar sus gastos. Evidentemente, no es posible contar

en este caso con el Estado ni con los hogares de menores ingresos, cuyas perspectivas no sugieren un aumento de los ingresos sino más bien lo contrario. Estos sectores solo pueden incrementar sus gastos si acumulan deudas.

Gradualmente, aumentan las restricciones en el Estado. No obstante, debido a la delicada coyuntura, resulta complejo abandonar el esquema de nuevos préstamos e ingresar en una etapa de consolidación del presupuesto. Una salida prematura (cuando no hay otros sectores dispuestos a contraer nuevas deudas) impediría el crecimiento. Si el objetivo de consolidación presupuestaria tiene lugar de manera simultánea en países caracterizados por una fuerte interrelación económica, el crecimiento se enfrenta a una mayor amenaza, ya que en ese caso tampoco existe la posibilidad de compensar las deficiencias internas con un alza en las exportaciones.

Solo aquellos actores que cuentan con un colchón patrimonial adecuado están en condiciones de incurrir en un desahorro y elevar sus gastos más allá de los ingresos sin contraer nuevas deudas. Pero ¿cómo hacer que estos propietarios efectúen mayores gastos? Dado que no quieren consumir una gran parte de su patrimonio, deben invertir, es decir, otorgar nuevos préstamos. Los nuevos deudores, principalmente empresas, deben efectuar

los gastos (para consumos intermedios, renta de los factores, impuestos) que permitan los excedentes.

■ Estados con deuda y países con superávit

La distribución de deuda y superávit de los Estados permite observar que es más fácil reducir el endeudamiento con el desahorro de otros actores que con el ahorro de los propios deudores. Esta situación se refleja ahora en los duros enfrentamientos políticos en torno del superávit de exportaciones de Alemania. En escenarios como los de Alemania y los Países Bajos en Europa (o China y Japón en Asia), la presencia de un superávit por cuenta corriente durante un periodo prolongado fortalece al mismo tiempo la posición patrimonial. En última instancia, estos países prestan el dinero a sus clientes, que compran más de lo que venden a las economías superavitarias. Alemania, por ejemplo, ha vendido “vehículos Porsche a cambio de bonos Lehman”, aunque de ese modo logró crear empleo y producción en el propio país. En el caso de los bonos Lehman, se reguló simultáneamente la reducción de deudas y activos por quiebra, algo que, sin embargo, no debería formar parte de la normalidad. Para restablecer el equilibrio perdido sin quiebras, es necesario generar superávit en los países deudores, como Grecia, España o Portugal dentro de Europa (o en EEUU en

una perspectiva global) y déficit en los Estados acreedores (por ejemplo, en Alemania).

Si los países con déficit reducen sus gastos (por ejemplo, si Grecia recorta los gastos militares con los que financia las importaciones de defensa desde Alemania), los receptores se ven afectados (en este ejemplo, las empresas alemanas). La mejor opción consiste en promover un proceso de crecimiento en el que especialmente los países con superávit aumenten su demanda. Para ello, a falta de tipos de cambio en la zona del euro, podría ser útil una depreciación real en las economías deficitarias. Los recortes salariales constituyen un enfoque en este sentido, ya que la oferta de bienes y servicios de dichos países resultaría más barata y más atractiva para los clientes (por ejemplo, en Alemania). Sin embargo, la solución en cuestión tiene al menos una clara desventaja: reduce los ingresos y, por ende, la recaudación fiscal en los países con déficit, lo que dificulta su consolidación presupuestaria. Como puede observarse, los programas de austeridad nunca han logrado mejorar de manera significativa las calificaciones de la deuda pública en los países del sur de Europa.

La variación deseada del tipo de cambio real también podría alcanzarse a través de un aumento de los salarios en Alemania. La ventaja de esta medida radica en que se incrementa la

demanda general y la recaudación fiscal en Alemania, por lo que se facilita la reducción de su deuda pública. En este caso, los salarios más altos no implican un costo en puestos de trabajo. Como muestra la evolución económica de los últimos años en Europa, los países cuyos costos laborales aumentaron antes de que estallara la crisis del mercado financiero se caracterizaron por una reducción del desempleo. España y Grecia, por ejemplo, registraron entre 2000 y 2007 un alto crecimiento, con aumento del salario y el empleo.

Si Alemania u otros Estados acreedores incrementan sus gastos, resulta en principio irrelevante desde el punto de vista del equilibrio internacional que esto se trate de un efecto generado por el Estado, las empresas o los hogares. No obstante, cuando se trata de una reducción del patrimonio, es decir, de los ahorros acumulados, se ven afectados sobre todo los hogares, ya que el Estado y el sector de las empresas (no financieras) suelen ser deudores netos. Lamentablemente, son limitadas las posibilidades de incitar a los poseedores de activos a efectuar mayores gastos.

■ Si hay deuda pública, lo mejor es superarla con crecimiento

Es necesario que los acreedores permitan a sus deudores alcanzar un superávit. Esto puede observarse con

mayor claridad en el contexto internacional que dentro de una economía nacional. En su legendario ensayo sobre las consecuencias de la paz (la de Versalles de 1919), John Maynard Keynes ya había señalado que Alemania solo podría efectuar los gigantescos pagos de reparación si obtenía excedentes de exportación igualmente grandes. En el caso de las deudas públicas, las relaciones son más complejas. Durante la crisis, el endeudamiento aumentó de manera significativa; como contrapartida, creció el patrimonio de los acreedores en forma de títulos de deuda pública, hacia los cuales se volcaron muchos inversores atemorizados. Ahora, en el marco de la consolidación, estos acreedores deben permitir que el Estado genere superávit. Si la mayor parte de los acreedores se encuentra en el propio país (como ocurre, por ejemplo, en Japón), el Estado puede obligarlos a que efectúen los pagos correspondientes.

El procedimiento directo consistiría en gravar los activos. De este modo, sus propietarios tendrían mayores gastos y el Estado recibiría mayores ingresos. Se trata de un paso justificado, ya que el endeudamiento público adicional durante la crisis ha beneficiado sobre todo a los propietarios de activos. Sin embargo, desde un punto de vista práctico y político, resulta difícil lograr su implementación (excepto pequeñas medidas, como la aplicación de un tributo a los

bancos). Aún más complicado es reducir los intereses que el Estado paga a los propietarios de activos, aunque esto represente un flujo directo en la dirección equivocada. Los intereses incluso aumentan a medida que disminuye o parece disminuir la capacidad de pago del Estado. En una economía capitalista patrimonial, es necesario ofrecer a los ricos una opción de mayor enriquecimiento para que estén dispuestos a producir un desahorro. Deben ver oportunidades de inversión, cuya realización permita aumentar los ingresos de todos los actores y también del Estado a través de una mayor recaudación fiscal.

El Estado puede basar el proceso de consolidación en el ahorro interno. Si los hogares y las empresas se ven obligados a realizar un ajuste y no consumen ni invierten, los esfuerzos de ahorro del Estado no generan un nuevo crecimiento, sino que solo conducen a la exportación de capitales y al superávit por cuenta corriente. A primera vista esto puede parecer positivo para la economía exterior de los países deudores, pero es necesario que los países con superávit estén dispuestos a aceptar los correspondientes déficits. Además, para el Estado, la caída en el crecimiento puede significar un nuevo aumento de su coeficiente de deuda.

Para reducir los desequilibrios, parece requerirse básicamente un proceso de crecimiento como antes de la

crisis. Sobre todo en los países con déficit, se produjo entonces un desahorro por parte de los poseedores de activos, lo que redundó también en beneficio del Estado. Durante la etapa de crecimiento, España tuvo superávit presupuestario, porque las personas ricas gastaron su dinero en bienes inmobiliarios y la recaudación fiscal aumentó enormemente. En Alemania, los propietarios de capital priorizaron las inversiones en el extranjero, pero el *boom* exportador financiado de esa manera permitió alcanzar en definitiva un presupuesto público equilibrado. Para armonizar la reducción interna de la deuda pública con la corrección externa de la posición superavitaria, Alemania (como modelo de país con superávit) debería experimentar un crecimiento similar al que tuvieron otros países antes de la crisis, como España, que armonizó el déficit por cuenta corriente con el superávit presupuestario.

Sin embargo, la combinación de déficit por cuenta corriente y superávit en el presupuesto público constituye una excepción, así como también lo es la combinación de alta deuda pública y superávit por cuenta corriente, como los casos de Japón y Alemania. El caso típico consiste en el doble déficit de cuenta corriente y presupuesto, como ocurre en EEUU y en la mayoría de los países europeos deudores (por ejemplo, Grecia, Portugal, Italia y España después del *boom*). Los países con doble déficit se convirtieron, al

alcanzar el límite de endeudamiento, en típicos candidatos para los programas de ajuste estructural del Fondo Monetario Internacional (FMI). En el pasado, muchos países latinoamericanos han debido atravesar este tipo de experiencias.

La receta tradicional del FMI se basa en reducir la absorción interna (si es necesario, recortando el gasto social) y en devaluar la moneda. Ambas medidas contraen sustancialmente la demanda. El hecho de que los países con superávit/acreedores vendan menos a los deudores ayuda a reducir los desequilibrios, pero lo que es aún mejor para lograr el crecimiento general es que los deudores vendan más a los acreedores. Para ello, por un lado, los acreedores deben incrementar su demanda y, por el otro, los deudores deben aumentar su capacidad exportadora. Esto último requiere no solo bajas de los costos e incentivos de precios, sino también inversiones y tal vez nuevas deudas. Ante cualquier medida de ajuste es necesario considerar una distribución social de las cargas. Como beneficiarios de las distintas soluciones adoptadas frente a una crisis de endeudamiento sin quiebra, los propietarios de importantes activos deben afrontar la mayor parte de las cargas.

■ Un modelo de crecimiento social para Europa

El crecimiento se logra a través de inversiones (por lo general, financiadas

con deuda). La expansión europea previa a la crisis se caracterizó por un *boom* inmobiliario y de la construcción que tuvo lugar en muchos países y que estuvo estrechamente correlacionado con un alto déficit por cuenta corriente, pero también con una reducción del déficit del Estado. Ahora, después de la crisis, se puede discutir si ese modelo de crecimiento era sostenible o, al menos, si lo habría sido sin la crisis estadounidense de las hipotecas de alto riesgo. ¿Acaso era mejor la senda restrictiva alemana supuestamente ejemplar? Queda claro que no, ya que Alemania se estancó con un déficit presupuestario persistente y una reducción del salario real. Solo fue posible reducir el desempleo a partir de 2005 gracias al entorno económico internacional favorable. Y en 2009 el crecimiento alemán sufrió una caída aún mayor que la experimentada en la mayoría de los países europeos, entre ellos Grecia y España. El núcleo indispensable sigue siendo la dinámica de las inversiones, que no debe orientarse a aumentar infinitamente el valor de los activos, sino a distribuir de manera equitativa los beneficios del valor agregado real.

¿Cómo debe alcanzarse el crecimiento en Europa? La opinión predominante en Alemania impulsa la competitividad. La eurozona debería intentar exportar su desempleo como Alemania. Sin embargo, los grandes excedentes de exportación representan un

concepto irracional para un espacio económico de semejante magnitud. Su existencia presupone siempre la de otros grandes mercados que deben estar dispuestos a tolerar los correspondientes excedentes de importación. Si este fuera el único camino hacia el crecimiento, la economía global terminaría estancándose a falta de una posibilidad de exportación interplanetaria.

Evidentemente la demanda debe provenir, sobre todo, de la propia zona del euro. Debe orientarse a otros sectores (en lugar de limitarse solo al ámbito inmobiliario) en los que haya una demanda más sostenible y solvente. Los salarios más altos permiten alimentar la demanda, favoreciendo un mayor consumo privado y –a través del aumento en la recaudación fiscal– un mayor consumo público en las áreas de educación, salud e infraestructura. Pero este proceso requiere un financiamiento que prescindiera en gran medida de las deudas y se base en los impuestos, en cuyo caso los propietarios de grandes patrimonios deberían realizar un aporte superior al proporcional.

Sin embargo, también este crecimiento orientado al mercado interno requiere la presencia de inversiones en la economía real, que constituyen el principal canal para reciclar los ahorros mantenidos, por ejemplo, en forma de títulos de deuda pública. Es necesario que exista un entorno macroeconómico adecuado para que las

inversiones en cuestión sean atractivas. Sobre todo, los intereses (reales) deben ser inferiores al rendimiento de las inversiones. Una inflación ligeramente más alta, como la propuesta por el economista jefe del FMI, Olivier Blanchard³, facilitaría los distintos procesos de adaptación, con una depreciación real de las inversiones financieras puras y el aumento de los rendimientos nominales. El mencionado mecanismo de devaluación del euro permitiría acomodar la demanda a la propia oferta y aumentar el empleo.

De este modo, el bienestar europeo experimentaría una mejora efectiva. La idea de competir reduciendo cada vez más los salarios solo provoca una redistribución a favor de los ricos y no genera crecimiento. Es la inútil repetición del intento alemán, que procuraba salir del pantano a costa de los socios. La mejor forma de financiar la demanda y el crecimiento en los países más pobres de la UE es mediante transferencias públicas. Europa no puede permitir que estos procesos, fundamentales para

su cohesión, queden sujetos ciegamente a las reglas de los mercados financieros.

La eurozona requiere una política macroeconómica que tenga en cuenta las necesidades de un espacio monetario y un mercado interno únicos. Solo se justifica solicitar ayuda al FMI porque Grecia y los otros Estados de la UE (¿aún?) son miembros del bloque, mientras que Alemania Oriental, por ejemplo, no lo era (aunque en 1989 hubo planes de incorporación⁴). Si existiera una representación única y la eurozona participara como miembro en los organismos financieros internacionales, dejarían de plantearse estas cuestiones. Pero la integración política está muy rezagada respecto a la económica. ☒

3. Ver Olivier Blanchard, Giovanni Dell'Ariccia y Paolo Mauro: «Rethinking Macroeconomic Policy», *IMF Staff Position Note (SPN) 10/03*, Washington, DC, 2010.

4. Siegfried Bock, Ingrid Muth y Hermann Schwiesau (eds.): *Alternative deutsche Außenpolitik? DDR-Außenpolitik im Rückspiegel II*, LIT, Berlín, 2006.