

# **El coste de los rescates**

**Carles Clopés Celades**

**Llàtzer Caballero García**

**Oriol Panisello Rosselló**

**Albert Reig Bernaus**

*“Sabemos cómo manejar la fallida de una empresa, hemos aprendido más o menos como hacerlo con un banco pero no estoy seguro de que hayamos aprendido al 100% a gestionar la declaración de insolvencia de un país”*

*“Jean-Claude Trichet”*

## **ÍNDICE**

### **1. Introducción.**

**1.1. El proceso de rescate de un país.**

**1.2. Facilidad Europea de Estabilización Financiera.**

**1.2.1. Ampliación del fondo.**

**1.3. Los planes de ajuste.**

### **2. Análisis y comparativa macroeconómica PIGS.**

### **3. Instrumentos de evaluación del riesgo.**

**3.1. Riesgo país.**

**3.2. Credit Default Swaps (CDS).**

### **4. Los rescates.**

**4.1. Grecia.**

**4.1.1. El rescate.**

**4.1.2. Planes de Ajuste.**

**4.2. Irlanda.**

**4.2.1. El rescate.**

**4.2.2. Planes de Ajuste.**

**4.3. Portugal.**

**4.2.1. El rescate.**

**4.2.2. Planes de Ajuste.**

**4.4. Comparativa de los rescates.**

**4.5. Planes de ajuste y recuperación. ¿Son compatibles?**

### **5. Deudas cruzadas.**

**5.1. Acreedores vs. Deudores.**

**5.1.1. Exposición directa.**

**5.1.2. Exposición indirecta.**

**5.2. ¿Quién es el más solidario en el fondo de estabilidad del Euro?**

**5.3. ¿Es una oportunidad para alguien? ¿Alguien gana con todo este proceso?**

**5.3.1. El rescate griego no es un mal negocio.**

### **6. El caso español.**

**6.1. Posible rescate.**

**6.1.1. ¿Qué aspectos positivos tendría el rescate?**

## **6.2. Evolución macroeconómica desfavorable.**

## **7. Soluciones.**

### **7.1. Rescatar**

#### **7.1.1. ¿Por qué rescatar?**

#### **7.1.2. Eurobonos.**

#### **7.1.3. Reestructuración de la deuda.**

#### **7.1.4. Monetización de la deuda.**

### **7.2. No rescatar**

#### **7.2.1. ¿Por qué no rescatar?**

#### **7.2.2. Quiebra.**

##### **7.2.2.1. Consecuencias de la quiebra**

#### **7.2.3. Salida del Euro.**

### **7.3. Competitividad**

## **8. El coste de los rescates.**

### **8.1. Grecia.**

### **8.2. Irlanda.**

### **8.3. Portugal.**

### **8.4. El coste total.**

## **9. Conclusiones.**

## **10. Bibliografía.**

## **1. Introducción.**

Varios han sido los motivos que nos llevaron a enfocar nuestra tesina hacia un tema tan importante como son los rescates y el coste que estos supone.

Primero de todo la metamorfosi de la crisis que estalló en 2007. Llevándonos hacia una nueva etapa: “La crisis de la deuda soberana”. Esta nos indica que no estamos frente una crisis pasajera de liquidez, sino que se pone en duda la solvencia de los países afectados cosa que resulta ser mucho más preocupante. En un lenguaje más coloquial podemos decir que se cuestiona la capacidad de un determinado país para pagar el nominal de sus deudas en las fechas pactadas.

Otro factor determinante es la inquietud para entender los temas de vanguardia económica en los mercados financieros. Y este suscitó nuestro interés. Cuando nos planteamos estudiar este tema era (y aún es) un momento en que los rescates acaparaban las portadas de todos los medios de comunicación y estábamos inmersos en un vaivén constante de noticias relacionadas con los rescates, planes de ajuste, primas de riesgo...etc.

A todo esto cabe sumarle que el país donde vivimos es un “blanco” en esta crisis motiva aún más para entender todas las iniciativas que se llevan a cabo y porqué los mercados se están comportando así frente a los llamados países llamados PIGS.

Para todo ello, hace falta marcar unos objetivos que los hemos planteado como preguntas que el trabajo debe ser capaz de responder una vez el lector haya terminado de leerlo.

A continuación os presentamos las preguntas:

- ¿Qué significa ser rescatado? ¿Quién participa en este proceso? ¿Como se estructura?
- ¿Qué tienen en común todos estos países?
- ¿Qué soluciones encontramos?
- ¿Qué coste tiene y como se distribuye?

Una vez hechas cuatro pinceladas de nuestro proyecto, os invitamos a leer nuestro proyecto donde trabajo y dedicación no le faltan.

## **1.1 El proceso de rescate de un país. ¿Cómo se ejecuta? ¿Cómo empieza la operación?**

La operación de rescate comienza en el momento en el que un país tiene dificultades para hacer frente a sus deudas y además tiene dificultades de financiación. Entonces les expone la situación al BCE y al FMI y les solicita ayuda para hacer frente a sus obligaciones de pago. Tras estas primeras negociaciones, el país presenta una carta de intenciones en la que explica a los organismos las medidas que prevé adoptar para garantizar el pago de los préstamos solicitados.

Después de solicitar el rescate, un equipo de analistas del propio Fondo estudia con detenimiento la situación económica en la que se encuentra el Estado en cuestión, para descubrir la cantidad exacta de dinero que necesita para evitar incurrir en impagos. En cuanto está clara la cantidad, el FMI plantea un programa de saneamiento fiscal, cuyo objetivo principal es reducir el déficit. Asimismo, el país debe ejecutar reformas estructurales que garanticen la buena marcha de su economía. Con el fin de lograr este objetivo, el FMI impone al país afectado un programa de recorte de gastos muy exigente, que incluye desde la rebaja de las pensiones, la reducción del número de funcionarios y sus sueldos, una subida de impuestos, y reformas cuyo fin es sanear la economía.

Los préstamos de las entidades no se conceden de golpe, sino que se materializan cada tres meses, siempre y cuando el país beneficiario de las ayudas demuestre, a través de exámenes trimestrales, que acata y cumple disciplinadamente las imposiciones de los organismos.

Para llevar a cabo el rescate, la eurozona creó el fondo de Facilidad Europea de Estabilización Financiera, más conocido como fondo de rescate.

## **1.2 Facilidad Europea de Estabilización Financiera.**

La Facilidad Europea de Estabilización Financiera o European Financial Stability Facility (EFSF), más conocida como Fondo de Rescate se creó en mayo del 2010 tras la crisis de la deuda griega y ante el peligro de contagio a otros países de la Unión Europea. El objetivo del fondo es ofrecer ayuda financiera a estados de la zona euro en crisis o problemas de refinanciación de su deuda. El fondo se mantendrá activo un máximo de tres años, hasta el 30 de junio de 2013. En el fondo participan los estados miembros de la zona euro en una participación similar a la que tienen en el BCE.

Para alcanzar estos objetivos de estabilidad, el Fondo emite bonos, pagarés u otros instrumentos de deuda en el mercado y utiliza el dinero recaudado (440.000 millones de euros) para hacer préstamos a los estados miembros de la zona del euro que lo necesiten. Su funcionamiento se activa a petición de aquel Estado que, tras reconocer sus problemas para financiar su deuda en los mercados internacionales, accede al fondo europeo pactando con el resto de los miembros de la Zona Euro un programa de reformas de su economía. La Facilidad Europea de Estabilidad Financiera cuenta con un rating AAA, la calificación más alta de la deuda, que le permite vender sus bonos a un tipo de interés bajo en los mercados internacionales y conceder financiación al Estado solicitante a un interés más reducido.

Este fondo combina los 440.000 millones de los 16 países miembros de la eurozona, 60.000 millones de euros del mecanismo de estabilización financiera europea y 250.000 millones del FMI. De esta manera, el fondo alcanza los 750.000 millones de euros.

### **1.2.1. Ampliación del fondo.**

El fondo de rescate de la zona euro fue creado en mayo del 2010 con una dotación inicial de 440.000 millones de euros que, unidos a la aportación de la Comisión Europea y el Fondo Monetario Internacional (FMI), suman 750.000 millones. Sin embargo, su capacidad de financiación y efectividad fue rápidamente cuestionada, por lo que los jefes de Estado y de Gobierno de la UE llegaron a un acuerdo a principios de 2011 para ampliar su capacidad y permitir que se compre bonos de los países afectados por la crisis en los mercados primarios de deuda. A cambio, los países con dificultades deberán adoptar una contrapartida de ajustes fiscales y de reformas estructurales.

Esta ampliación supone multiplicar las aportaciones de los 16 países miembros por 1,6; pasando de los 440.000 millones hasta 700.000 millones de euros. De esta manera, la aportación de España al fondo sube desde los 52.352 millones de euros hasta los 83.764 millones de euros.

El dinero de esta ampliación del fondo de rescate no puede emplearse en ningún caso para sanear los bancos y las cajas de ningún país, por lo tanto, tampoco para el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (Frob).

Composición del capital suscrito al BCE por parte de los bancos centrales de cada país el 1 de Enero de 2011:

<b>Aportación de cada país</b>	<b>%</b>	<b>Millones (€)</b>
Reino Unido	3,48%	24.467,488
Alemania	27,13%	191.024,112
Irlanda	1,59%	11.203,84
España	11,90%	83.764,016
Francia	20,38%	143.451,92
Italia	17,91%	126.055,552
Chipre	0,20%	1.380,944
Luxemburgo	0,25%	1.762,224
Malta	0,09%	637,504
Holanda	5,71%	40.229,728
Austria	2,78%	19.586,288
Portugal	2,51%	17.656,608
Eslovenia	0,47%	3.316,672
Eslovaquia	0,93%	6.994,464
Finlandia	1,80%	12.648,32
Grecia	2,82%	19.820,32

### **1.3. Los planes de ajuste.**

Los estados intervenidos se ven obligados a aplicar medidas de austeridad extrema para reducir el gasto ordinario del gobierno. El fondo inyecta el dinero en el país intervenido en plazos y bajo una estricta supervisión. Si el estado en cuestión no cumple los objetivos de ahorro se bloquea la ayuda.

Los gobiernos afectados se ven obligados a aplicar recortes, los salarios y las pensiones bajan, al igual que el número de funcionarios. Suben los impuestos de la renta y el IVA. Se reduce el gasto en educación, sanidad y se reducen las ayudas sociales. Todo el país se ajusta el cinturón desencadenando un ola de descontento en la ciudadanía.

En el contexto actual y sobre el posible modo de ganar competitividad de los principales actores del mercado de la eurozona metidos de lleno en esta crisis de deuda soberana encontramos que la única forma para ganar esta competitividad perdida es lo que llamaremos devaluación interna.

En que se diferencia de la típica devaluación ya conocida? La principal diferencia es que el gobierno afectado no puede devaluar su moneda, ya que en el caso de la eurozona no existe una moneda propia de cada estado si no que es una moneda común para todos.

Si un país tiene moneda propia tiene la capacidad de devaluarla respecto a las otras. Esto es una situación frecuente que encontramos en los mercados ya que los países recurren a ella para adaptar el tipo de cambio a la realidad que vive el país. Eso si, con Bretton Woods se estableció unas reglas para que estas fueran justificadas, y no se utilizaran para conseguir ventajas competitivas desleales.

#### Características comunes de los dos tipos de devaluaciones:

La devaluación tanto interna como externa (tipo de cambio) se usa básicamente para corregir una falta de competitividad debido a malas políticas económicas, catástrofes....

En ambas acaban siendo los mercados los que empujan a hacerlas:

- Presionando la moneda a la baja
- Atacando la solvencia del país (nuestro caso)

### Características de las devaluaciones externas:

- Son rápidas en su ejecución, todo y que se forjan lentamente, i la carga de l'ajuste se comparta con todo el mundo, principalmente son sus socios comerciales a través de sus flujos comerciales.
- La devaluación externa ayuda a  $\Delta(X-M)$  cosa que permite  $\Delta$  PIB.
- Al compartir esta carga del ajuste, provoca que sea un proceso relativamente menos traumático si se realiza óptimamente.
- Normalmente eficaces en un periodo corto de tiempo.

Pero la situación de pérdida de competitividad de la economía, agravada por la crisis financiera sumada a los pinchazos de las burbujas inmobiliarias, y que se encuentran los mercados de financiación cerrados ha empeorado la situación.

### Situación:

Frente a la situación que nos encontramos donde no existe moneda propia para los miembros del € la presión del mercado se ha centrado en el segunda opción, que es mucho más profunda, que es poner en jaque la solvencia de un país. (PIGS)

Ante la imposibilidad de devaluar la moneda, solo nos queda la otra opción que es la devaluación interna, que no es más que recuperar la competitividad perdida y la confianza de los mercados a través de los ya comentados planes de ajuste.

La reducción de costes se tiene que lograr con una fuerte comprensión interna de costes que implica una inevitable fase de recesión o en el mejor de los casos de estancamiento de la economía.

### La devaluación interna:

- Es costosa debido a que no se puede compartir la carga con otros.
- Tienen una fuerte repercusión social. El impacto social es elevado ya que el coste más importante para las empresas es la mano de obra, y como hemos visto se acaba traduciendo en una expulsión de mano de obra hacia el paro.
- Son de largo plazo debido a que las medidas de austeridad requieren unas negociaciones.
- Sumado a unas ayudas externas con una condiciones más duras.

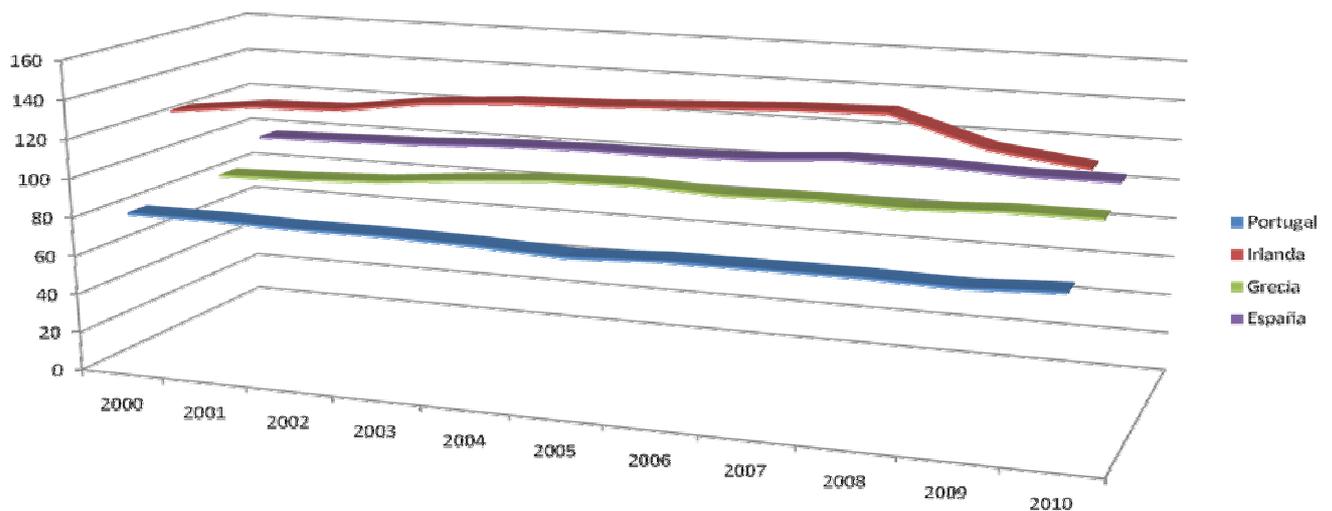
## 2. Análisis y comparativa macroeconómica PIGS.

En esta parte del trabajo daremos una rápida visión de algunos indicadores macroeconómicos para situar la posición de los PIGS en Europa y dar una mayor comprensión acerca del porqué de la situación actual.

Hemos agrupado los indicadores en cuatro grupos, pasando de unos escenarios “macro-macro” a otros “macro-micro”:

- PIB PER CÁPITA (PPS) vs OUTPUT GAP
- GASTO PÚBLICO vs GASTO PÚBLICO / PIB vs DEUDA NETA
- FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO vs PRODUCTIVIDAD
- DESEMPLEO vs AHORRO DE LAS FAMILIAS vs GASTO EN POLÍTICAS SOCIALES

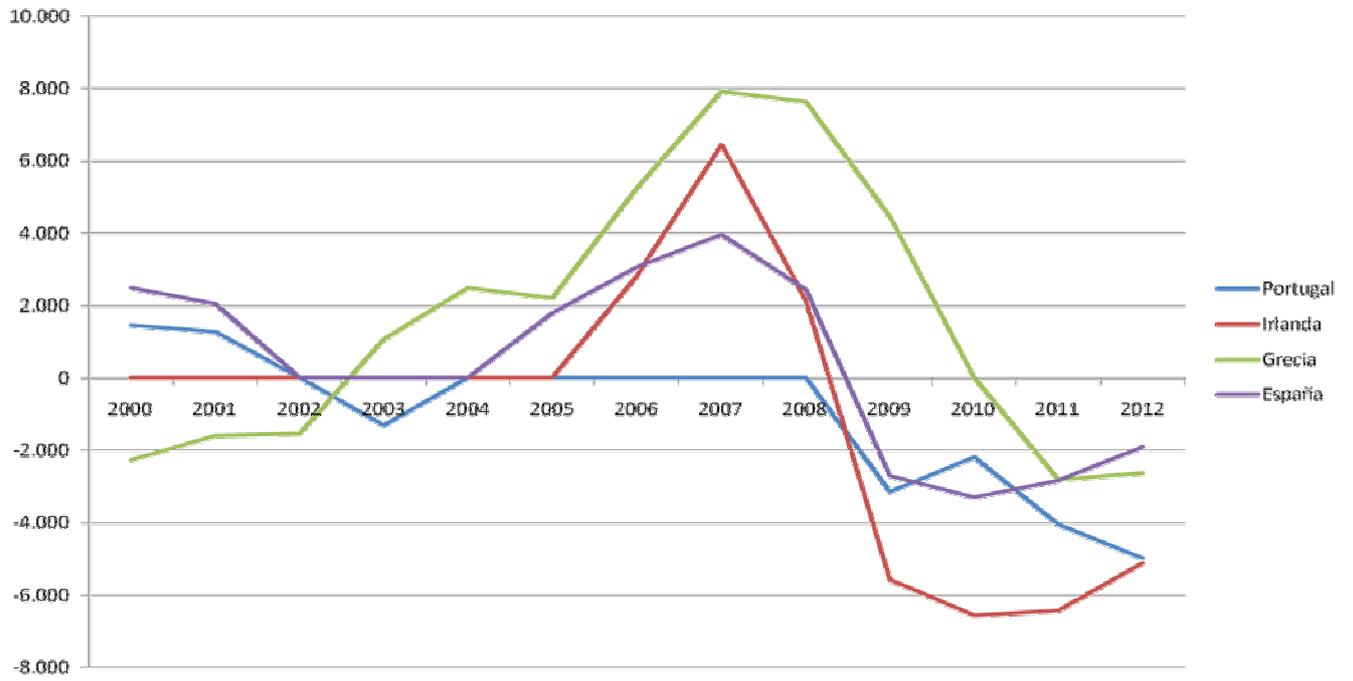
### PIB PER CAPITA (PPS)



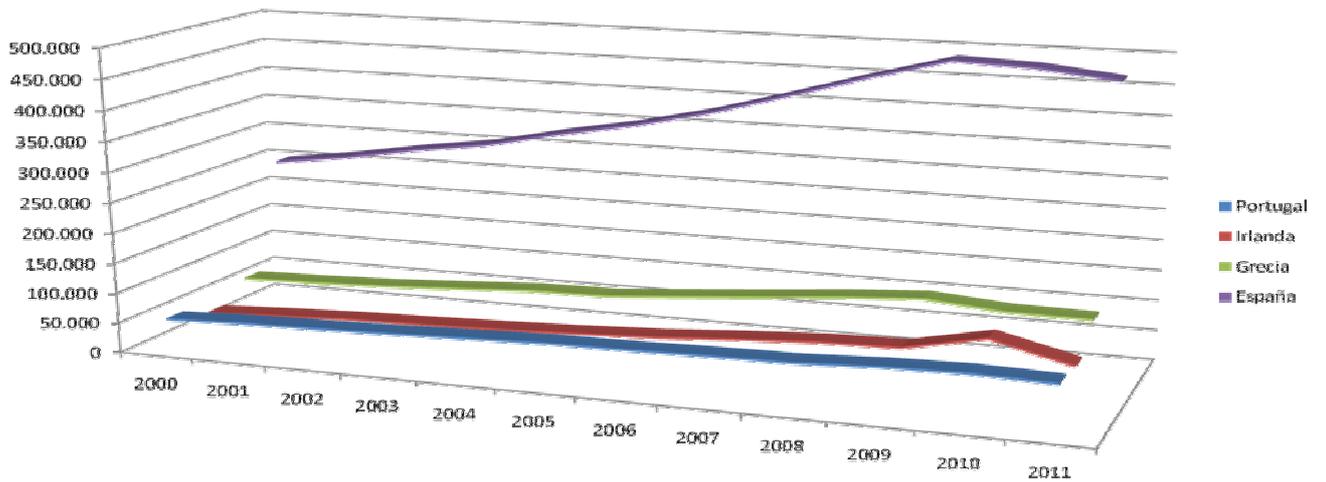
Como podemos observar, el PIB p/c (PPS) se mantiene constante y sólo se ve afectado negativamente en el caso irlandés, el cual sufre una disminución de 18'4 puntos porcentuales.

En el caso del Output gap vemos que en la actualidad (y con las estimaciones realizadas) situamos el PIB de todos los países analizados por debajo de su PIB potencial. La fluctuación más extrema la encontramos en Grecia, el cual antes del estallido de la crisis situaba su PIB muy por encima de su línea de crecimiento potencial. Por otro lado tenemos la economía portuguesa siempre fluctuando alrededor de su crecimiento potencial, ya de por sí escaso.

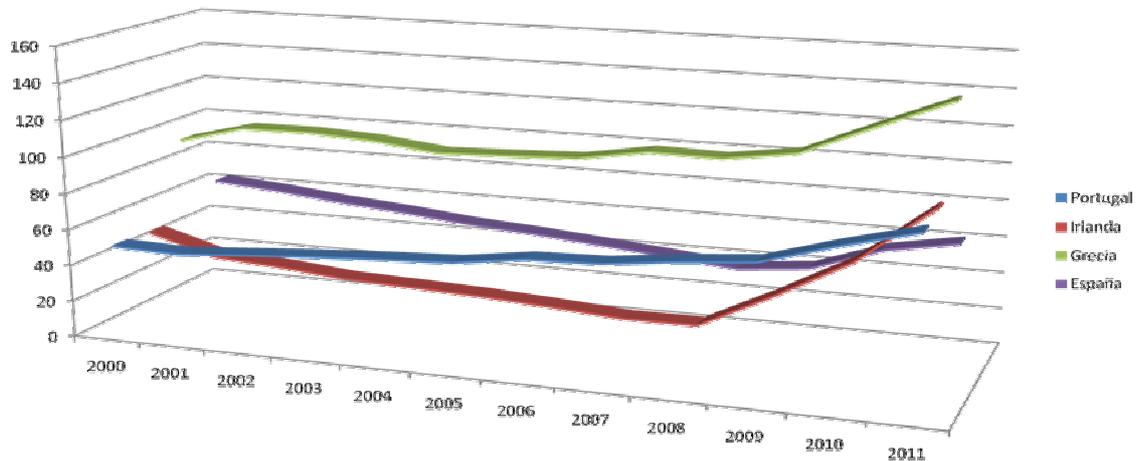
### OUTPUT GAP



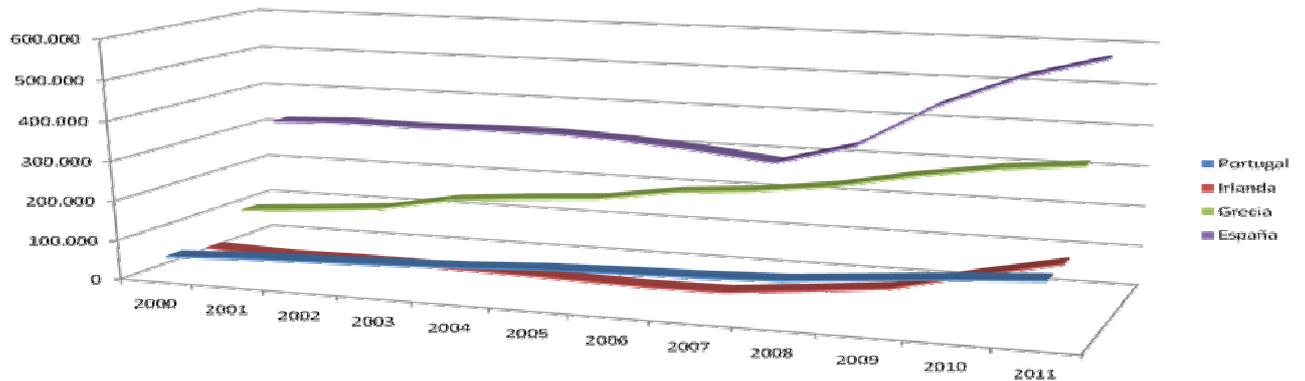
### GASTO PÚBLICO



## GASTO PÚBLICO / PIB



## DEUDA PÚBLICA



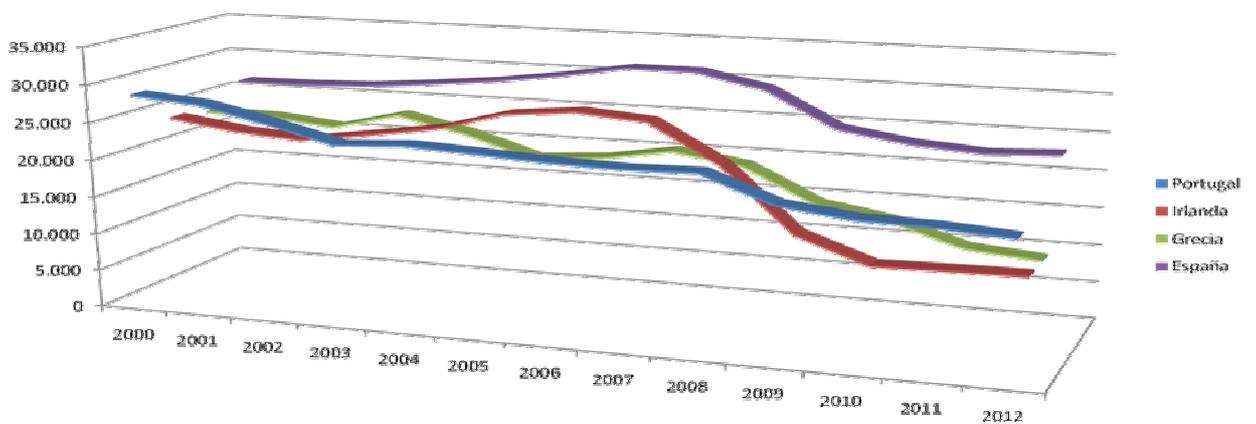
## GASTO PÚBLICO vs GASTO PÚBLICO / PIB vs DEUDA PÚBLICA

Por lo que respecta al Gasto Público vemos que como consecuencia de las crisis soberanas, éste se ha mantenido (ha dejado de crecer) en todos los países analizados después de haber tenido una época de expansión, a excepción del caso irlandés, el cual se vé reducido.

Como consecuencia de ésto, el Gasto Público/PIB ofrece una curiosa visión. El gasto, al mantenerse constante en las economías periféricas y a su vez visto su PIB reducido, nos ofrece unos datos crecientes en todos los casos.

Como ya es conocido por todos, la deuda pública ha sufrido un fuerte incremento en todos los países PIGS, ya comentado anteriormente.

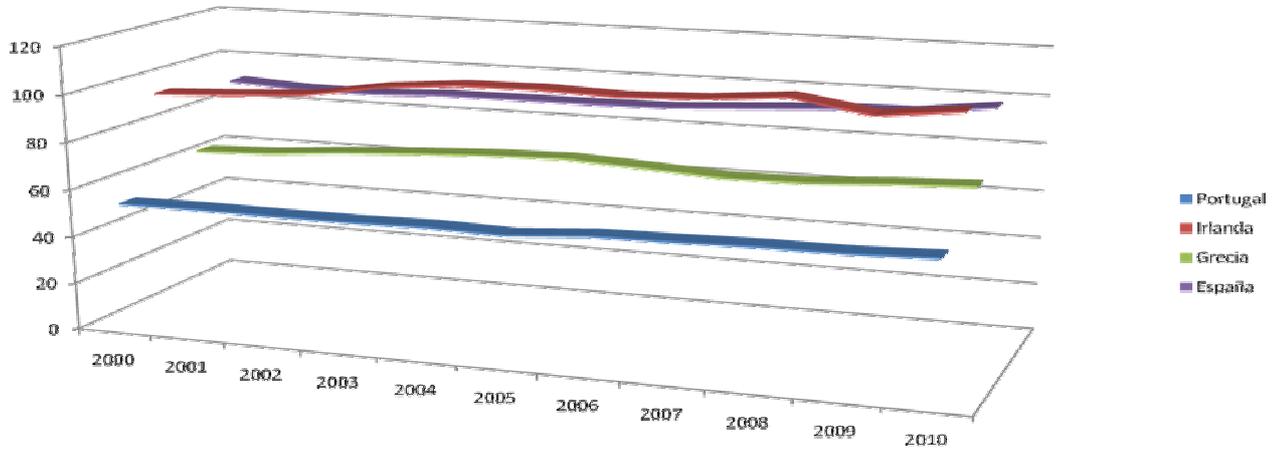
### FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO



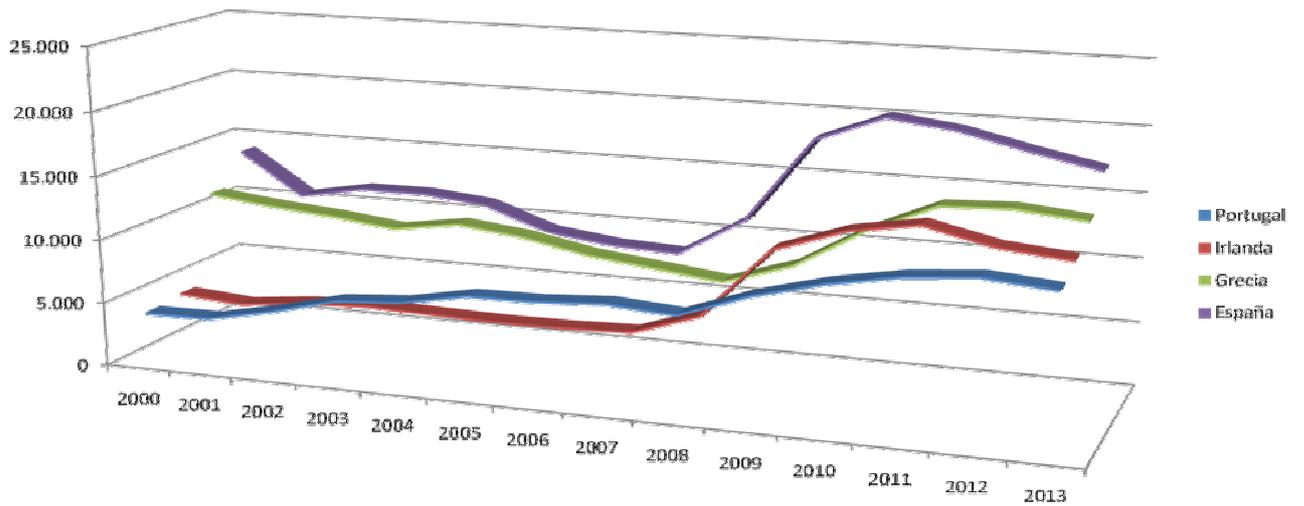
Como vemos, la formación bruta de capital fijo (inversión) ha sufrido altibajos desde los inicios del año 2000, sin una tendencia alcista definida la FBCF como la mayor parte de las variables macro analizadas sufre un descenso importante a raíz del estallido de la crisis.

Si a una reducción de la inversión, le añadimos unas tasas de productividad estancadas desde hace más de 10 años, y siempre por debajo de la media europea, obtenemos un incremento en el desempleo que seguidamente analizaremos.

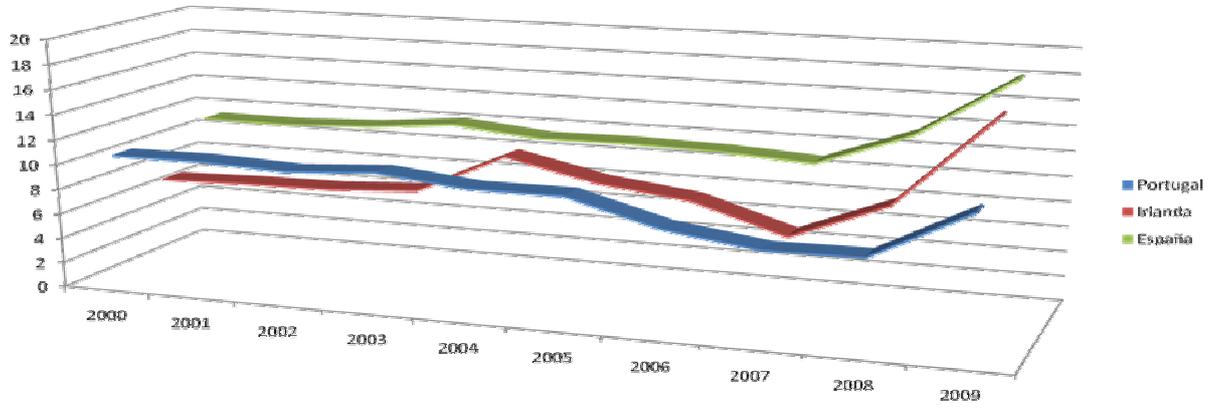
### PRODUCTIVIDAD (r/HORA TRABAJADA)



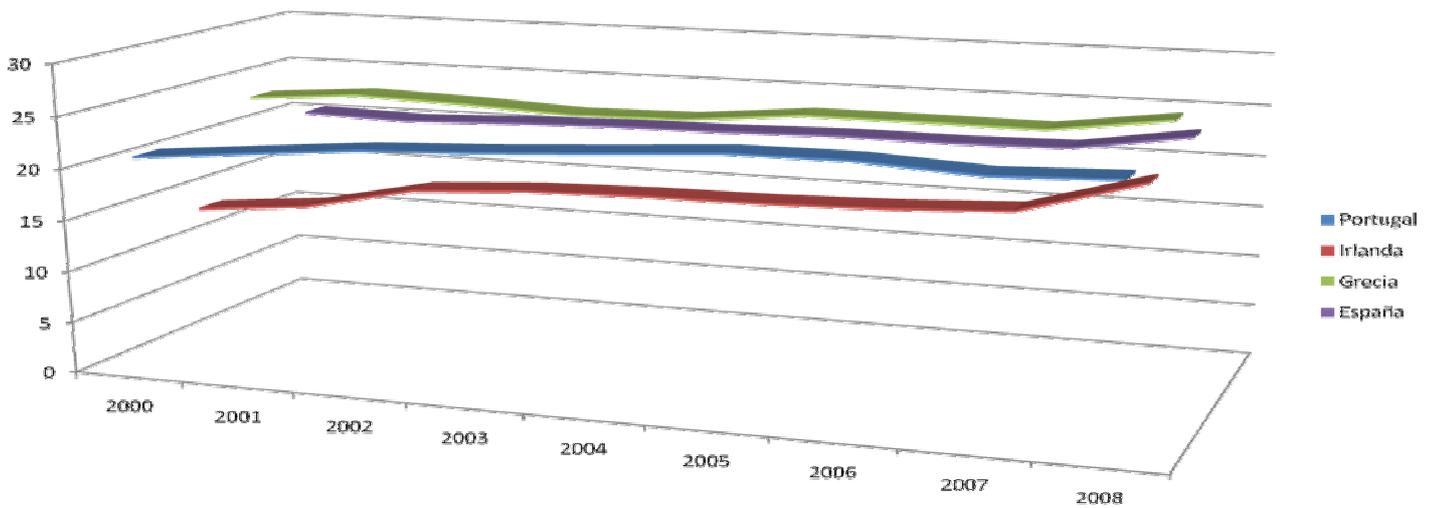
### DESEMPLEO (MILES)



## AHORRO DE LAS FAMILIAS



## GASTO EN POLÍTICAS SOCIALES



## **DESEMPLEO vs AHORRO DE LAS FAMILIAS vs GASTO EN POLÍTICAS SOCIALES**

Ya comentado anteriormente, el desempleo en la zona PIG se dispara en todos los casos, sólo viéndose reducido a partir de mediados 2012.

A consecuencia de este hecho y dadas las perspectivas a corto y medio plazo, las familias han tenido que realizar un esfuerzo ahorrador mayor.

Lo mismo sucede con el gasto en políticas sociales, que no se vé alterado (en este caso, negativamente) por la situación económica de los PIGS. Esto se debe mayormente al esfuerzo realizado por los gobiernos en forma de prestaciones por desempleo.

A modo esquemático podemos concluir que:

- Output Gap negativo
- Gasto publico y deuda neta creciente
- Las políticas sociales no se ven afectadas
- Incremento del desempleo
- Incremento del ahorro de las familias

Es decir, vemos como los indicadores macroeconómicos son sin excepción muy desfavorables en economías muy poco productivas, helo aquí uno de los motivos por los cuales Irlanda, Grecia y Portugal han tenido que ser rescatados.

### **3. Instrumentos de evaluación del riesgo.**

Existen diferentes medidas para lograr cuantificar este riesgo, en el siguiente apartado estudiaremos estas variables.

#### **INDICADORES**

Durante todo este período hemos oído hablar mucho sobre el riesgo país, los CDS... en este apartado estudiaremos que son y a que nos referimos cuando hablamos de ellos. También comentaremos hasta que punto pueden ser buenos indicadores para medir su exposición al riesgo y contagio, por tanto la salud financieras del país.

Primero de todo nos centraremos a realizar una definición conceptual de estos indicadores, para posteriormente realizar un análisis de su evolución durante esta crisis de la deuda. También hablaremos de sus virtudes e inconvenientes como indicadores.

#### **3.1. Riesgo país.**

Este indicador mide el sobrecoste “spread” que paga un país en concepto de rentabilidad por un bono emitido a un determinado plazo con respecto a un país de referencia considerado como libre de riesgo de impago (nuestro caso Alemania) para lograr financiación a los mercados de capitales. Dentro de este se incorpora la probabilidad de que un país, emisor de deuda, sea incapaz de responder a sus compromisos de pago de deuda, en capital e intereses, en los términos acordados en la fecha de emisión.

El riesgo país puede tener varias formas:

- **Riesgo Soberano**: Es aquel que asumen los inversores en deuda pública, e indica la probabilidad de que un estado soberano no cumpla con sus pagos por razones económicas y financieras.
- **Riesgo de Transferencia**: Implica la imposibilidad de pagar el capital, los intereses y los dividendos, debido a la escasez de divisas que tiene un país en un momento determinado, como consecuencia de la situación económica en la que se encuentre.

- Riesgo Genérico: Está relacionado con el éxito o fracaso del sector empresarial debido a inestabilidad política, conflictos sociales, devaluaciones o recesiones que se susciten en un país.

### **Como calculamos el Riesgo País?**

No hay una forma exacta para su cálculo, si no que son las agencias de calificación crediticia, las que tienen sus herramientas y aplican sus propios cálculos para obtenerlos.

Agencias como: Moody's, Standard&Poor's, JP Morgan, Fitch

El riesgo país se expresa en puntos básicos donde 100 pb = 1%.

### **Factores que influyen en el Riesgo país**

La estabilidad política de las instituciones.

La actitud de movimientos políticos, sociales y ciudadanos ante el gobierno y las instituciones.

La existencia de altos niveles de corrupción

Los patrones de crecimiento económico y sus alteraciones.

La inflación y su control.

Políticas de devaluación o refuerzo de la moneda.

El ingreso por cápita.

Niveles de deuda tanto privada como pública, externa e interna.

Grado de autonomía de su banco central

Situación de la banca y mercados financieros del país

Posibles restricciones presupuestarias

Niveles de expansión monetaria.

Cantidad de reservas internacionales como porcentaje del déficit por cuenta corriente.

### **3.2. Credit Default Swaps (CDS).**

Es un derivado del riesgo de crédito, que actúa como un contrato de seguro donde el comprador del CDS se quiere proteger frente a la probabilidad de impago del emisor de deuda.

Este acuerdo es OTC, por tanto no existe cámara de compensación. Destaca por ser un mercado de gran opacidad, fuera de control y conocimiento de las autoridades.

El vendedor de protección se compromete a cambio de cobrar una prima queda obligada a responder y pagar en el caso de impago de la entidad emisora de bonos.

Con el paso del tiempo, esta idea se ampliaría de dos formas:

El estudio de los CDS puede resultar útil como indicador del riesgo soberano.

Este producto fue un “player” determinante durante los episodios de la larga crisis económica y financiera que estamos viviendo en los últimos años. Debido a esto ahora mismo existen distintas iniciativas internacionales y locales para reformar su regulación.

Sus defensores argumentaban que los CDS permitían aumentar la eficiencia de los mercados, y a la vez redistribuir los riesgos hacía agentes dispuestos a suportarlos. Con unos costes de transacción muy bajos.

A la vez era un mercado donde casi no había regulación ni supervisión pública.

Actualmente vuelven a la palestra con las tensiones que viven países que sufren la crisis de deuda soberana.

Así pues en mayo del 2010 cuando estalló las tensiones en Grecia, las autoridades alemanas y posteriormente la Comisión Europea decidieron prohibir la compra en descubierto de CDS. Justificando que estas prácticas son llevadas a cabo por especuladores que sólo miran su beneficio a corto plazo y puede que no estén basadas en la auténtica realidad.

Los CDS cotizan en pb; 100pb = 1%. Es decir, como ejemplo, si el CDS a 5 años cotiza a 244 pb, significa que si aquel día el inversor tenía invertidos 10 millones de € en bonos y quería comprar protección en caso de impago, debería pagar anualmente 244.000 €

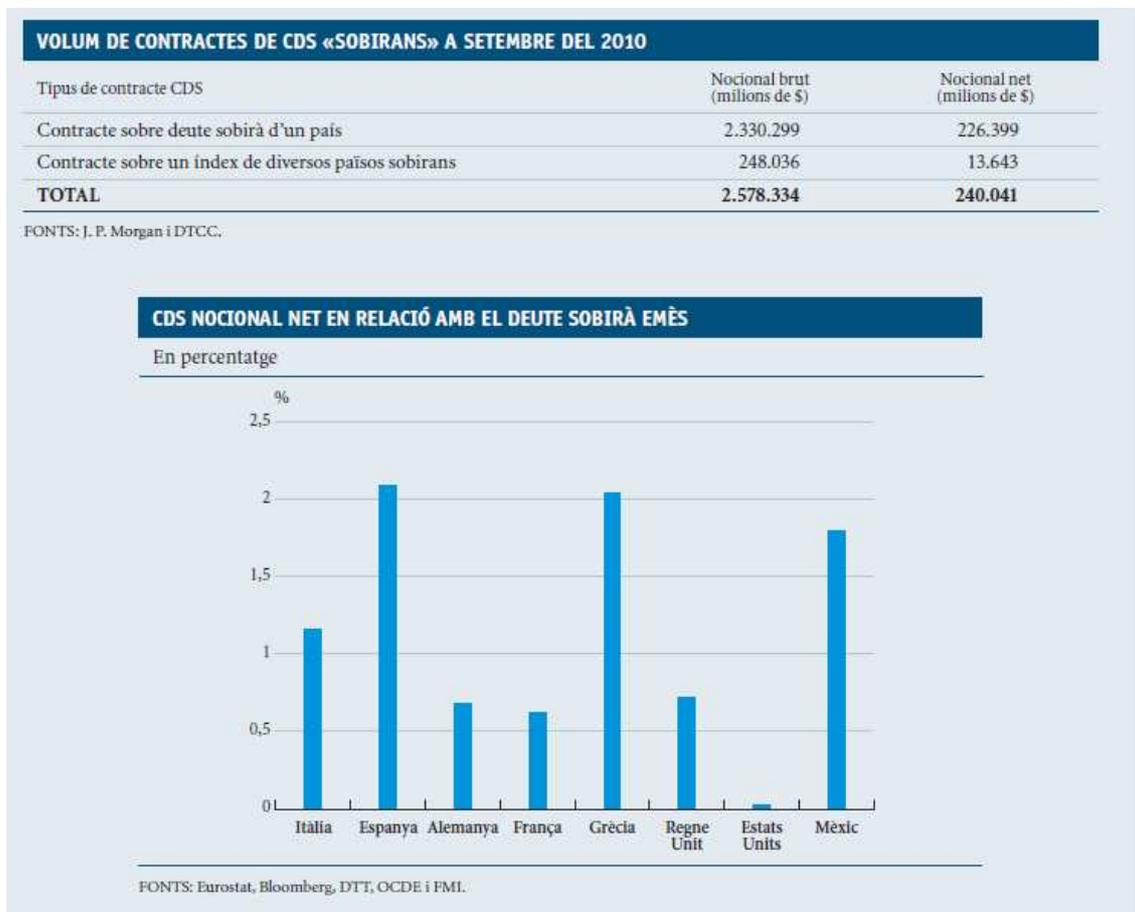
Usado como medida de la probabilidad de impago que el mercado asigna a un emisor.

Popular por su relativamente fácil interpretación.

## CRITICAS CDS:

- La dimensión y volumen del mercado conducen a la desconfianza. El volumen es reducido si tenemos en cuenta el “volumen nocional neto”
- El volumen nocional bruto es elevado pero podríamos considerarlo como una consecuencia de ser un mercado OTC.
- Mercado OTC.

En el siguiente cuadro podemos observar el volumen nocional neto de contratos CDS soberanos:



En las situaciones de crisis que sucede:

- La liquidez del mercado se reduce de forma drástica y los inversores se muestran muy adversos al riesgo, provocando que se puedan observar

cotizaciones de CDS con una probabilidad de impago muy por encima de la realidad.

- Es importante extremar la cautela, porque podemos observar distorsiones en el precio de los productos de este mercado.

Frecuentes problemas de los CDS sobre bonos soberanos:

- Un primer factor es el conflicto de intereses de las entidades que son, al mismo tiempo participantes activos destacados en este mercado y a la vez creadores de opinión.
- Limitaciones al arbitraje que se produce entre el mercado de CDS y el de bonos soberanos.
- El comportamiento gregario de los inversionistas
- El uso de los CDS no se basa exclusivamente a cubrir el riesgo de default del bono soberano. Tiene más usos como:
  - Utilizado para gestionar la volatilidad de una cartera de inversión, debido que en estos últimos años han aumentado la sensibilidad y correlación con los activos financieros, cosa que provoca un ▲cotización CDS.
  - También usado en la gestión de la cartera utilizados para limitar la exposición a un país y cumplir con los requisitos marcados por ley.

¿Podríamos concluir entonces que los CDS no tienen utilidad?

En absoluto, ciertamente es un instrumento financiero que nos ayuda a palpar y por tanto hacernos una idea de la percepción que tienen los agentes del mercado del riesgo de impago existente.

Pero resultaría de gran utilidad comparar este indicador con otros de gran importancia como pueden ser:

- Éxito de las subastas de deuda
- Trayectorias previstas de déficit fiscal
- Flexibilidad de las políticas monetarias.
- Perspectivas de crecimiento

#### 4. Los rescates.

##### 4.1. Grecia.

##### 4.1.1. El rescate.

*"Vamos a hacer un esfuerzo enorme para recuperar la credibilidad de los mercados y evitar que nuestra economía se derrumbe". Yorgos Papandreu*

#### **IMPORTE:**

110.000 millones de € a desembolsar en los próximos 3 años\*

#### **ACREEDORES:**

FMI y BCE

#### **APORTACIÓN DE CADA PAÍS:**

	<b>% Part. BCE</b>	<b>Importe Aportado</b>
<b>Alemania</b>	27,90%	22320
<b>Francia</b>	21,00%	16800
<b>Italia</b>	18,42%	14736
<b>España</b>	12,24%	9792
<b>Holanda</b>	5,90%	4720
<b>Bélgica</b>	3,60%	2880
<b>Austria</b>	2,86%	2288
<b>Portugal</b>	2,60%	2080
<b>Finlandia</b>	1,83%	1464
<b>Irlanda</b>	1,60%	1280
<b>Eslováquia</b>	1,00%	800
<b>Eslovenia</b>	0,50%	400
<b>Luxemburgo</b>	0,25%	200
<b>Xipre</b>	0,20%	160
<b>Malta</b>	0,10%	80
	<b>100,00%</b>	<b>80000</b>

El FMI aporta un tercio de la cantidad. El resto lo prestan los países miembros en proporción a su peso en el PIB europeo, lo que sitúa a Francia y Alemania como principales contribuyentes. En el siguiente cuadro observamos el peso en el PIB europeo que tiene cada país y su importe aportado en el rescate de Grecia:

Cifras en millones de €.

#### **TIPO DE INTERÉS**

- 5.2%

## CAUSAS:

Grecia ha vivido fiscalmente hablando muy por encima de sus posibilidades en la última década.

Durante años, ha gastado más de lo que ingresaba **incumpliendo** el Pacto de Estabilidad y Crecimiento de la UE el cual:

- Limita el déficit público por debajo del 3%
- Obliga a controlar la emisión de deuda, que no puede superar el 60% del PIB.

Para ocultarlo manipuló sus estadísticas oficiales.

Dentro de esta tendencia, Grecia cerró 2009 con un **déficit público** del 13,6%, al mismo tiempo que su deuda pública escalaba al 115% del PIB. En 2010, lejos de mejorar la situación, cerró con un **déficit público** del 15'4% (casi 2 puntos más que el año anterior) lo que a su vez supone una deuda Estatal del 126% del PIB. Estos niveles son insostenibles para cualquier economía y hacen dudar de su **solvencia** a la hora de pagar.

Por tanto:

A mayor riesgo, menos demanda, lo que obliga a Grecia a ofrecer una mayor rentabilidad por sus bonos para poder colocarlos entre los inversores con una consecuencia clara:

- La **prima de riesgo y el interés de los títulos** de deuda pública han marcado sus máximos desde que entró en el euro.

Este **sobrecoste** hipoteca los ingresos del Estado, le impide reducir el déficit y bloquea las eventuales medidas para estimular la economía.

El modelo de crecimiento griego de la última década se ha sustentado en gran medida por la **inversión pública** que representa el 50% del PIB, sin embargo, al reducir el sector público y no existir otro motor de crecimiento, la economía, que sufre una importante falta de **competitividad**, se ha hundido y Grecia se encuentra de nuevo en una encrucijada, disminuir la deuda pública más de lo que lo está haciendo la

economía o lograr que está crezca y disminuir así los niveles de endeudamiento.... Una espiral difícil de romper y que, a medio o largo plazo, la hubieran llevado a la bancarrota.

#### **4.1.2. Planes de Ajuste.**

Los **sacrificios** previstos por el Gobierno griego se empezaron a adoptar a mediados del 2010, éstos consistían en un incremento de la **presión fiscal** y un **recorte del gasto público**:

- Una subida del **IVA**, de entre el 0,5% y el 2% según los productos.
- Incremento de un 20% sobre las **tasas** del alcohol y el tabaco.
- Sobre las contribuciones de la **propiedad inmobiliaria** asimismo se les aplican tipos impositivos mayores. Así como la legalización de **viviendas** hasta ahora ilegales, lo que ha de suponer un ingreso de unos 300 millones de €.
- Las **rentas** superiores a 100.000 euros tributan al 45%. (Aunque las familias con rentas inferiores a 14.500 € verán reducida su tributación)
- Aportación privada. Las empresas que tengan beneficios tendrán que colaborar también en este plan especial de austeridad. Para ello, el Ejecutivo ha establecido que todas aquellas que resulten rentables tendrán una contribución especial. El Gobierno no ha explicado todavía cómo se va a gestionar el impuesto.
- El aumento de la **presión fiscal** va acompañado de un plan de lucha contra el **fraude**. En Grecia (al igual que en otros muchos países mediterráneos y no mediterráneos) es una práctica generalizada. Estamos barajando cifras superiores al 30%, y que constituye uno de los problemas más serios del país.

En el capítulo de **gastos**:

Los sacrificios afectan especialmente a los **pensionistas** (reducción del 20%)

- Ven congeladas las prestaciones
- Aumento de la edad de jubilación hasta los 65 años (40 años cotizando).
- Los sacrificios afectan especialmente a los **pensionistas** (reducción del 20%)

- Penalizando las prejubilaciones.
- Cálculo de las prestaciones en función de la cotización media de toda la vida laboral en vez de usar como base los últimos 5 años.
- Las de más de 600 euros mensuales pasarán de 14 pagas anuales a 12. Las personas que reciban una pensión menor a los 2.500 euros mensuales tendrán una paga de 200 euros en Semana Santa y en verano, y de 400 en Navidad.

Así como a los **funcionarios**:

- Los funcionarios ven recortados un 16% sus salarios y los complementos salariales o bonus (los cuales representan un 30% de sus ingresos).
- Eliminación de una paga extra. A los que cobren más de 3.000 € mensuales se les eliminan todas las pagas extra.
- Sólo podrá ser contratado 1 funcionario de cada 5 que se jubilen.

Sin olvidar al tamaño del **Sector Público**:

- Reducción de la autoridades administrativas locales de 5 a 3.
- Reducción del número de Ayuntamientos de 1.034 a 370.
- Reducción de las autoridades de derecho público (formadas por autoridades locales) de 6.000 a 2.000.
- El **sector sanitario** por otra parte se ha comprometido a controlar rigurosamente los pagos, se estima un ahorro de unos 700 millones de €.
- Para el **sector financiero**, los sacrificios no serán los mismos. El Estado inyectará 17.000 millones de liquidez a la banca, y con el consejo del FMI, Bruselas y el Banco Central Europea, creará un fondo para evitar ataques especulativos sobre las acciones bursátiles de las entidades.
- Cambios en la **normativa laboral** para intentar contener el paro, que Eurostat situaba el pasado marzo en el 13,2%. Con ese fin se eliminará la prohibición de despedir a más de un 2% de la plantilla de las empresas en un mes y se rebajará la indemnización. Además, se creará un nuevo salario mínimo para jóvenes y parados de larga duración.
- También las inversiones públicas se verán reducidas en varios cientos de millones de euros, así como privatizaciones de empresas y bienes públicos.

### Privatizaciones:

Grecia pretende recaudar 50.000 millones de euros mediante la venta total o parcial de empresa públicas en los próximos cinco años. Así, el Estado venderá el 49% del ferrocarril estatal OSE, el 39% del correo Hellenic Post y el 23% del servicio del agua potable de Tesalónica EYATH pero mantendrá sus participaciones en la compañía de telecomunicaciones OTE y la empresa de servicios públicos PPC. La Lotería, el aeropuerto internacional de Atenas, los casinos y la empresa de gas natural son otros ejemplos de propiedades que serán parcialmente privatizadas. Esta estrategia abarca también la venta o alquiler del patrimonio inmobiliario del Estado, por ejemplo, de parte de las instalaciones deportivas construidas para los Juegos Olímpicos de Atenas.

## **4.2. Irlanda**

La burbuja inmobiliaria extendió los créditos morosos y el enorme coste de estas ayudas provocó un agujero enorme en las finanzas públicas de Irlanda, un país muy pequeño respecto al tamaño de su sector financiero, y elevó al 32% del PIB el déficit público (que era también altísimo, del 12%, excluyendo el rescate de las entidades). El aumento del paro y los menores ingresos del Estado a través de impuestos debido a la caída de la actividad económica ahogó las finanzas públicas del país. Irlanda se ha convertido en el segundo país rescatado de la zona euro en necesitar la ayuda financiera de sus socios para evitar una suspensión de pagos segura, seis meses después de ser rescatada Grecia, ha tenido que recurrir a la ayuda internacional, asfixiada por la presión del mercado.

### **4.2.1. El rescate**

La contribución suma un total de **85.000 millones de euros**.

La aportación de la UE conjuntamente con el FMI suma una ayuda de 85.000 millones de euros a un 5,8% a devolver en 7 años y medio.

#### **Condiciones del rescate**

El 2015 es la fecha límite propuesta para reducir su déficit desde el 32% del PIB este año hasta el 3% que prevé el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Buena parte de esos fondos se canalizarían hacia el sistema financiero, como resultado de las enormes dificultades que enfrentan los bancos de ese país, lo pondrá Irlanda encima de la mesa recurriendo a sus reservas de los Fondos de Pensiones y a sus reservas de tesorería.

#### **Prestamistas y avalistas del rescate Irlandés**

- El FMI y el Fondo de Estabilidad Europeo contribuyen con 50.000 millones.
  - En forma de aval 22.500 millones de euros por la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera garantizado por los países de la eurozona.
  - Recibe también en forma de préstamos bilaterales por parte del Reino Unido (3.800 millones), Suecia (600 millones) y Dinamarca (400 millones).
  - Los restantes 17.500 millones los deberá de poner la propia Irlanda.

#### **4.2.2. Planes de Ajuste**

La elaboración del llamado "Plan de Recuperación Nacional" servirá para sanear el debilitado sistema bancario y asegurar su competencia ante la presión de los mercados. Irlanda realizará medidas de ajustes como aumentar impuestos, reducir las pensiones y eliminar puestos de trabajo de funcionarios, entre otros recortes que mencionaremos a continuación.

Los principales ajustes se centran reestructuración del sistema bancario, reformas estructurales para aumentar el potencial de crecimiento, especialmente en el mercado laboral, y un duro ajuste fiscal que asciende en los próximos cuatro años.

##### **a) Reestructuración del sistema bancario Irlandés**

El Gobierno irlandés ha diseñado un nuevo plan para reestructurar el sistema bancario del país. El proyecto incluye la creación de dos grandes bancos universales a partir de las actuales entidades.

##### **Bancos Nacionales más afectados**

La cifra que ha dado el Banco Central de Irlanda, tras hacer públicos los resultados de los test de estrés al sistema financiero el escenario sería la necesidad de los bancos principales Irlandeses que necesitarían individualmente:

- Allied Irish Banks necesitaría recapitalizarse por 13.300 millones de euros.
- Bank of Ireland necesitará 5.200 millones de euros.
- EBS necesita 1.500 millones de euros.
- Irish Life & Permanent necesitaría 4.000 millones de euros.

##### **b) Reformas estructurales**

Se ha elaborado un plan llamado "Plan de Recuperación Nacional" donde prevé una serie de recortes en las prestaciones sociales, eliminación de puestos de funcionarios y una subida generalizada de los impuestos principalmente que a continuación detallaremos:

- El salario mínimo bajará un euro por hora de trabajo, dejándolo en 7,65 euros, esto supone mensualmente dejar el mínimo en unos 1.300 euros frente a los 1.500 que se cobran actualmente.

- La eliminación de 24.750 puestos de funcionarios para ahorrar 1.200 millones.
- Las tasas universitarias subirán hasta los 2.000 euros anuales, lo que significa unos 500 euros de aumento.
- Los nuevos jubilados cobrarán un 10% menos y aumentará la edad de jubilación a los 66 años en 2014, 67 años en 2021 y 68 en el 2028.

### **c) Reformas fiscales**

- Se incrementará en el impuesto sobre el valor añadido (IVA), hasta el 22% en 2013 y el 23% en 2014, lo que generará a las arcas públicas unos ingresos de unos 620 millones de euros.
- El impuesto de sociedades, seguirá siendo del 12,5%, lo que continúa por debajo de la media europea.
- Reforma de la fiscalidad de las plusvalías de capital que podría permitir una recaudación adicional de 145 millones de euros.
- Dentro del IRPF se van a eliminar las exenciones fiscales, lo que va a suponer una entrada de ingresos en las arcas públicas de 665 millones.
- La creación de un nuevo impuesto de aguas, en el que se instalarán contadores de agua en todos los hogares antes del 2014.

### **4.3. Portugal**

#### **4.3.1. El rescate**

A diferencia de Grecia e Irlanda, el país protagonista del último rescate no ha vivido una fase de auge en este siglo XXI, sino que todo lo contrario, una larga etapa de decadencia.

Portugal ha pedido la intervención de la UE y el FMI un año después que Grecia y prácticamente 5 meses más tarde que Irlanda. Pero existen diferencias severas entre el caso luso y los demás rescatados y España.

- Desde 2000 hasta la crisis financiera internacional el PIB de Grecia, Irlanda y España creció por encima de la media europea. En cambio el portugués por debajo a pesar de recibir fondos estructurales.
- En el caso portugués no ha habido pinchazo de una burbuja, si no que se ha llevado a un mínimo absoluto.
- La última fase de expansión de Portugal la encontramos en la década de 1990, donde el país se llenó de autopistas y autovías en ocasiones duplicadas, que en ningún caso supuso un mayor desarrollo, que provocó un aumento del endeudamiento público
- La única forma de competir industrialmente ha sido gracias a sus salarios bajos.
- La proliferación de los centros comerciales y del consumismo provoca un aumento disparado del endeudamiento privado.
- El estancamiento desde la entrada en el euro propició que el peso de la deuda respecto el PIB aumente hasta el 92%

#### **Condiciones del rescate:**

Importe: 78000 millones de € desembolsados en los 3 próximos años

Acreedores: FMI, BCE y Comisión Europea.

#### **Destino del rescate:**

12000 millones van destinados a hacer frente a eventuales necesidades de capitalización de la banca lusa, con la intención de aumentar su core capital (10%), medida necesaria para transmitir seguridad, es decir, sanear en gran parte a la CDG con el objetivo de conservar el control de la dirección de los bancos en manos de sus propietarios en una fase inicial y permitirles recomprar.

### **4.3.2. Planes de ajuste**

Portugal ya ha acordado que medidas deberá tomar como contraprestación del rescate de sus finanzas estatales.

- Recortes presupuestarios en sanidad y educación: + de 8800 millones.
  - Rebajar costes de hospitales: 200 millones
  - Cortar en un 66% de media las deducciones fiscales para gastos relacionados con salud, incluso seguros privados
  - Educación: reducción 195 millones gracias a una racionalización de la red de centros educativos.
- Privatización de empresas estatales (vendiendo participaciones)
- Reducción de las pensiones más altas (más de 1500 €) para intentar ahorrar al menos 445 millones €
- Aumento de los impuestos sobre la renta para clases medias y jubilados.
- Incremento de IVA: cambios de estructura para ingresar más y reducir las transferencias a autoridades locales y regionales.
- Reducción de la ayuda a los desempleados. Ahora el subsidio cubre hasta 36 meses, y se quiere recortar hasta 18 meses. Y a la vez, reducir su valor máximos de 1257,66 € mensuales hasta 1048,05 (disminución del 20%)
- El mercado laboral también padecerá una profunda reforma para facilitar el paso de trabajadores por diferentes ocupaciones, empresas y sectores.
- Incrementar el impuesto sobre bienes inmuebles, gracias a un nuevo valor de evaluación de inmuebles.
- Para lograr una mayor competitividad de las empresas, estas pagaran menos contribuciones a la seguridad social.
- Reducción del número de trabajadores funcionarios en un 1% antes del 2013 en el gobierno nacional, y en un 2% en gobiernos regionales. La previsión es una reducción de 8000 personas.

### Privatizaciones:

- Desinversión total en EDP (Energías de Portugal), REN (Redes Energéticas Nacionales) y TAP (aerolíneas) a finales del 2011.

Parpública es la empresa de participaciones estatales que ostenta:

<b>EMPRESA</b>	<b>SECTOR</b>	<b>FACTURACIÓN</b>	<b>BENEFICIO</b>	<b>PARTICIPACIÓN ESTATAL</b>
<b>GALP</b>	ENERGÉTICO	14064	306	8%
<b>EDP</b>	ENERGÉTICO	12198	1024	25%
<b>TAP</b>	AÉREO	2221	62	100%
<b>ZNZ AEROPORTOS</b>	AÉREO	N.D	47	69%
<b>COMBIOS DE PORTUGAL</b>	TRANSPORTE	N.D	N.D	100%
<b>REN</b>	ENERGÉTICO	1225	108	51%
<b>AGUAS DE PORTUGAL</b>	AGUA	659	46	73%
<b>POUSADAS DE PORTUGAL</b>	TURISMO	33	N.D	51%

- 25,05% de EDP equivalente a un valor bursátil de 2500 millones de €.
- 49,9% de REN equivalente a un valor bursátil de 675 millones de €
- Además el banco estatal Caixa Geral de Depósitos (CDG) tiene un 1,2% de REN y un 0,64% de EDP, que serían vendibles.
- 100% del TAP

Otras privatizaciones que llevará a cabo:

- Correios de Portugal
- Caixa de Seguros (división de CGD)

Además el gobierno portugués se compromete que antes de finales del 2012 privatizará dos empresas más.

#### **4.4. Comparativa de los rescates.**

	<b>Grecia</b>	<b>Irlanda</b>	<b>Portugal</b>
<b>Importe ayuda</b>	110.000M€	85.000M€	78.000M€
<b>Tipo de interés</b>	5,20%	5,80%	5,5% - 6%

**¿Cómo han llegado a esta situación? Causas principales y particularidades.**

##### **Grecia**

- Expansión descontrolada tanto de deuda pública como privada durante los años del boom crediticio.
- Grecia ha aplicado unos planes de ajuste más extremos que los demás países rescatados.

##### **Irlanda**

- El estallido de la burbuja inmobiliaria dejó altos niveles de morosidad en los bancos, que fueron rescatados. Esto provocó un déficit público insostenible.

##### **Portugal**

- Falta de productividad y crecimiento débil durante la última década.
- Portugal, a diferencia de Irlanda, no ha sufrido la crisis del ladrillo ya que no hubo boom inmobiliario, por este motivo, los bancos portugueses no están tan afectados

Además en la tabla que observamos a continuación pretendemos mostrar que algunos de los síntomas ya eran visibles antes de llegar hasta aquí, y que hubiera sido necesario el estricto cumplimiento de los objetivos marcados por la UE en su pacto de estabilidad.

A groso modo hay datos relevantes que nos pueden dar que pensar:

- Portugal y Grecia incumplían el límite máximo de deuda pública que se sitúa en el 60% PIB durante los 8 años de estudio.
- Grecia incumplió durante todos los años el déficit superior al 3% del PIB anual. Mientras que Portugal en 4 de los 8 años.

#### EL PACTE D'ESTABILITAT I CREIXEMENT S'HA INCOMPLERT DE FORMA SISTEMÀTICA

	Dèficit mitjà 2000-2007 (%PIB)	Anys amb un dèficit superior al 3% del PIB (2000-2007)	Deute públic mitjà 2000-2007 (%PIB)	Anys amb deute públic superior al 60% del PIB (2000-2007)
Alemanya	-2,2	4	63,6	6
Àustria	-1,5	1	64,5	7
Bèlgica	-0,3	0	96,9	8
Espanya	0,3	0	47,6	0
Finlàndia	4,1	0	41,6	0
França	-2,7	3	61,8	5
Grècia	-5	8	99,8	8
Holanda	-0,6	1	50,5	0
Irlanda	1,5	0	30,5	0
Itàlia	-2,9	5	106	8
Luxemburg	2,3	0	6,3	0
Portugal	-3,6	4	58,3	3
<b>Zona de l'euro</b>	<b>-1,6</b>	<b>1</b>	<b>64,5</b>	<b>8</b>

FONTS: Eurostat i elaboració pròpia.

#### 4.5. Planes de ajuste y recuperación. ¿Son compatibles?

Nos encontramos en una situación donde todos los gobiernos se han visto obligados a reducir su déficit fiscal durante y los próximos años. Pero lo este hecho no sería tan relevante si no fuera por la actual coyuntura que estamos viviendo.

Una coyuntura donde los países PIGS aún no han consolidado ni mucho menos la recuperación económica.

Los objetivos fiscales de la política fiscal los observamos en la siguiente tabla:

#### OBJECTIUS D'AJUSTAMENT FISCAL A LA PERIFÈRIA EUROPEA

Saldo públic (en % del PIB)

	2009	2010	2011	2012	2013	Variació acumulada 2009-2013
Espanya	-11,2	-9,3	-6,0	-4,4	-3,0	8,2
Irlanda	-14,3	-11,6	-10	-7,2	-4,9	9,4
Grècia	-13,6	-7,9	-7,3	-6,2	-4,7	8,9
Portugal	-9,3	-7,3	-4,6	-3,0	-2,0	7,3

FONTS: Comissió Europea i FMI.

Pero estos objetivos lo que nos ha hecho plantearnos es que si será posible llevar a cabo estos planes fiscales y a la vez lograr la recuperación económica. Hasta nos surge la duda si estos tendrán un efecto inverso hacia la actividad de la región.

Si nos basamos en la doctrina económica podemos ver lo siguiente:

#### Keynesianos:

Si en expansión económica: ▲ actividad económica

Pero una ▼ déficit público ▼ la demanda agregada ▼ crecimiento

#### Modernos:

Nos dicen que en determinadas circunstancias un ajuste fiscal no tiene porqué ser perjudicial para el crecimiento económico

Nos dicen que sirven para corregir déficits muy elevados, pero lo más importante es que estos planes deben ser creíbles para el mercado. Ya que si transmitimos confianza podremos luchar contra 2 puntos vitales:

- Evitar un ajuste futuro más intenso y abrupto
- En términos de confianza y crecimiento afrontar la realidad siempre es bien percibido para los mercados.

Si la corrección del déficit consigue reducir la prima de riesgo ▲ la demanda de productos más sensibles al tipo de interés, como la inversión.

Un ajuste que incorpore la moderación salarial de los empleados públicos puede facilitar la creación de sitios de trabajo en el sector privado.

#### Empíricamente:

Haciendo referencia al estudio mensual analizado de octubre de 2010 de los servicios de estudio de “la Caixa” sabemos que:

El FMI estima que una consolidación fiscal del volumen de un 1% del PIB reduce el crecimiento del PIB en 0,5 %, hasta puede llegar a ser más negativo si este ajuste lo llevan a cabo varios países a la vez como es el caso de Europa ahora mismo.

El 25% de los episodios de ajuste fiscal en países de la OCDE desde el 1980 ha tenido un efecto expansivo a corto plazo.

- La mayoría de planes llevados con éxito a cabo han reducido el déficit a través de un recorte en el gasto corriente.
- Y destacar que los ajustes que tuvieron una respuesta contractiva, se basaron en el aumento impositivo.
- ▼ Gasto productivo en infraestructuras o ▲ de impuestos sobre el trabajo tienen un efecto nocivo hacia el crecimiento.

Factores determinantes para que el plan de ajuste tenga éxito:

- Recortes en gastos salariales o en transferencias.
- Coordinación entre la política fiscal y monetaria
  - Unos tipos de interés bajos, propiciados por una política monetaria laxa, facilitan el plan de ajuste y la expansión económica.
- ▲ impuestos sobre el consumo
- ▼ Gasto público
- Reformas estructurales:
  - Reformas en sanidad
  - Pensiones
  - Subsidio del paro.

La experiencia nos dice que nos solamente son útiles por moderar el gasto público, sino que también incrementan el nivel de actividad en reforzar los incentivos a la ocupación.

Estas reformas son difíciles de llevar a cabo políticamente hablando, pero aportan una cosa tan fundamental para los mercados como es la confianza y credibilidad. Condiciones vitales para que este plan de ajuste sea exitoso.

Pero si finalmente empieza a haber crecimiento este permite:

- ▼ gastos financieros
- ▼ déficit
- ▼ deuda pública

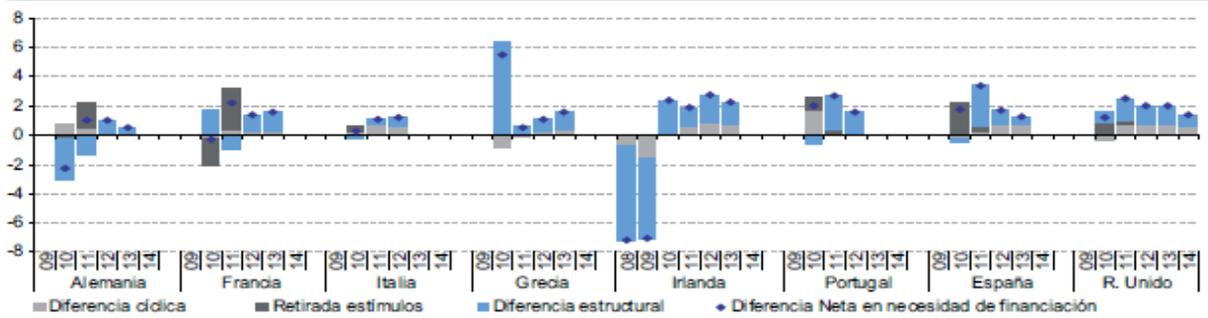
Además hemos observado que en países que han ejecutado un plan de ajuste con estas condiciones, el ▲ de la demanda privada compensa con creces las ▼ consumo público.

La conclusión de este apartado es clara y a la vez contundente:

Sin plan de ajuste fiscal, el crecimiento no sería más grande. Más bien tendríamos recesión de una forma más prolongada

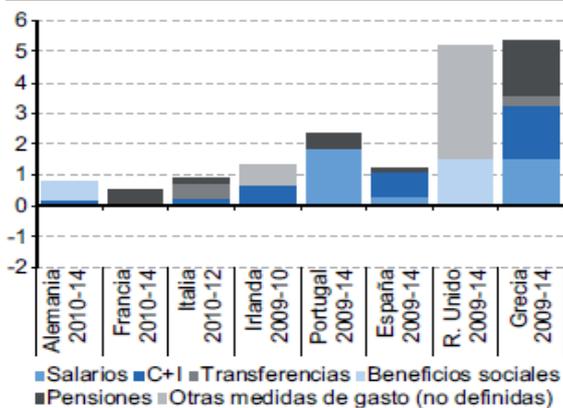
Gráfico 19

**Europa: magnitud y composición de la consolidación, diferencial interanual**



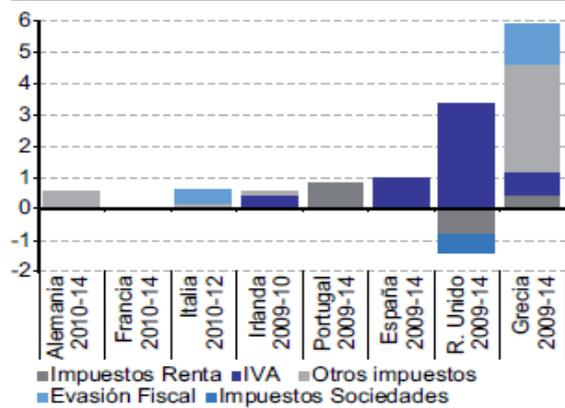
Fuentes: BBVA Research y CE

**Todas las medidas detalladas de reducción del gasto como % del PIB**



Fuente: BBVA Research

**Todos los componentes detallados de ingresos como % del PIB**



Fuente: BBVA Research

## 5. Deudas cruzadas.

### 5.1. Acreedores vs. Deudores.

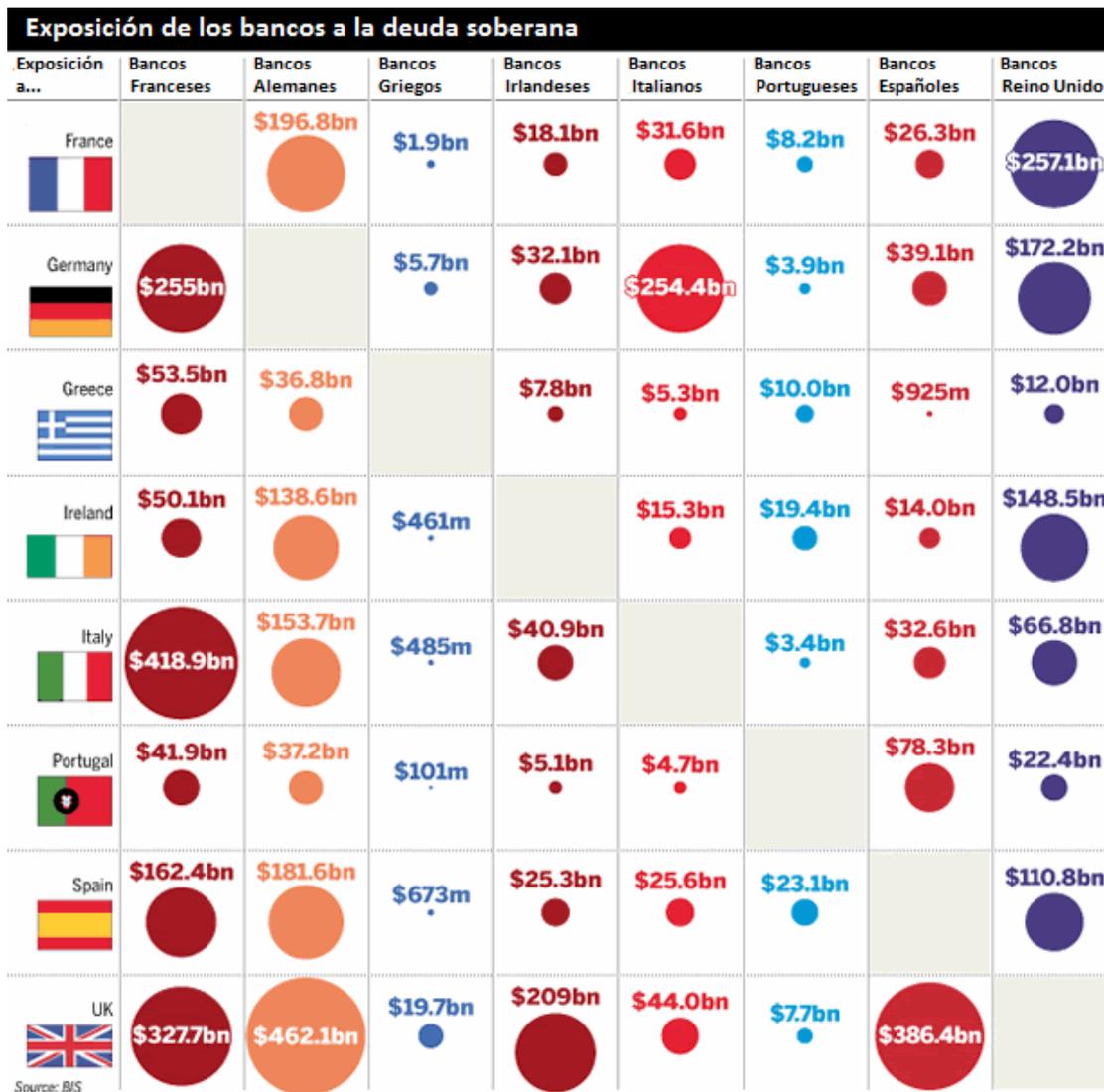
Hemos decidido conveniente realizar una distinción entre las relaciones existentes para intentar lograr una explicación más clara y a la vez más útil de los conceptos.

#### 5.1.1. Exposición directa.

Entendemos por exposición directa la relación existente entre los países que necesitan financiación y los países que financian. Es decir prestamista y prestatario.

En el siguiente apartado nos haremos la pregunta de si hay más deuda aparte de la propia deuda soberana y de cómo ésta está repartida entre los diferentes países miembros de la Unión Europea. ¿Es posible un efecto dominó?

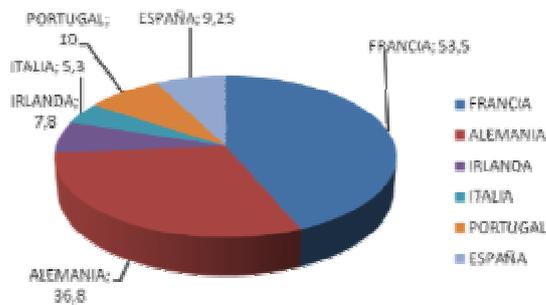
Para analizar este apartado creemos conveniente el análisis de los siguientes gráficos:



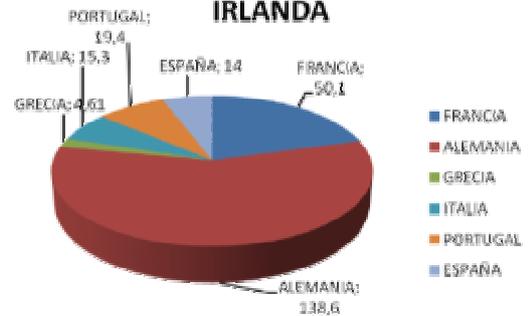
DEUDA CRUZADA BANCARIA(b)	FRANCIA	ALEMANIA	GRECIA	IRLANDA	ITALIA	PORTUGAL	ESPAÑA	\$ ENTRANTES
FRANCIA		196,8	1,9	18,1	31,6	8,2	26,3	282,9
ALEMANIA	255		5,7	32,1	254,4	3,9	39,1	590,2
GRECIA	53,5	36,8		7,8	5,3	10	9,25	122,65
IRLANDA	50,1	138,6	4,61		15,3	19,4	14	242,01
ITALIA	418,9	153,7	4,85	40,9		3,4	32,6	654,35
PORTUGAL	41,9	37,2	1,01	5,1	4,7		78,3	168,21
ESPAÑA	162,4	181,6	6,73	25,3	25,6	23,1		424,73
<b>\$ SALIENTES</b>	<b>981,8</b>	<b>744,7</b>	<b>24,8</b>	<b>129,3</b>	<b>336,9</b>	<b>68</b>	<b>199,55</b>	
PIB	2.555	3.305	0.305	0.204	2.036	0.223	1.374	
<b>\$ SALIENTES/PIB</b>	<b>26,00%</b>	<b>44,00%</b>	<b>123,00%</b>	<b>16,00%</b>	<b>60,00%</b>	<b>33,00%</b>	<b>69,00%</b>	
Diferencial Prestado/Recibido	698,9	154,5	-97,85	-112,71	-317,45	-100,21	-225,18	

PRIMAS CRUZADAS BONO 10 AÑOS	ESPAÑA	IRLANDA	PORTUGAL	ITALIA	GRECIA	ALEMANIA	FRANCIA
ESPAÑA	<b>5,57</b>	-5,91	-0,4	0,72	-11,06	2,62	2,2
IRLANDA	5,91	<b>11,48</b>	5,51	6,63	-5,15	8,53	8,11
PORTUGAL	0,4	-5,51	<b>5,97</b>	1,12	-10,66	3,02	2,6
ITALIA	-0,72	-6,63	-1,12	<b>4,85</b>	-11,78	1,9	1,48
GRECIA	11,06	5,15	10,66	11,78	<b>16,63</b>	13,68	13,26
ALEMANIA	-2,62	-8,53	-3,02	-1,9	-13,68	<b>2,95</b>	-0,42
FRANCIA	-2,2	-8,11	-2,6	-1,48	-13,26	0,42	<b>3,37</b>

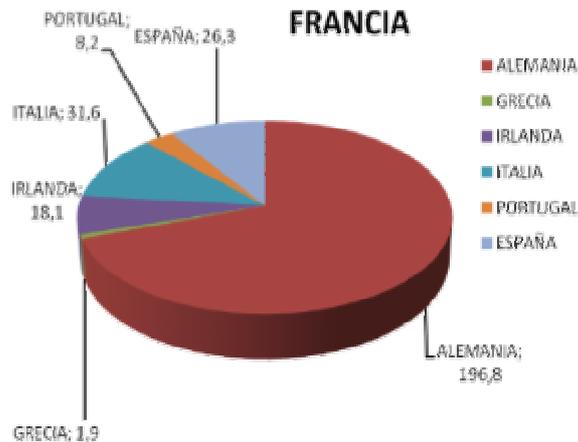
### GRECIA



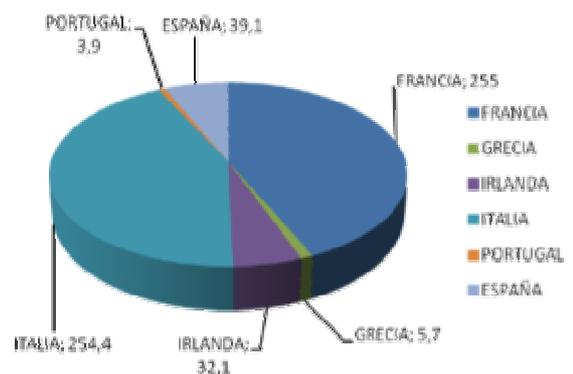
### IRLANDA

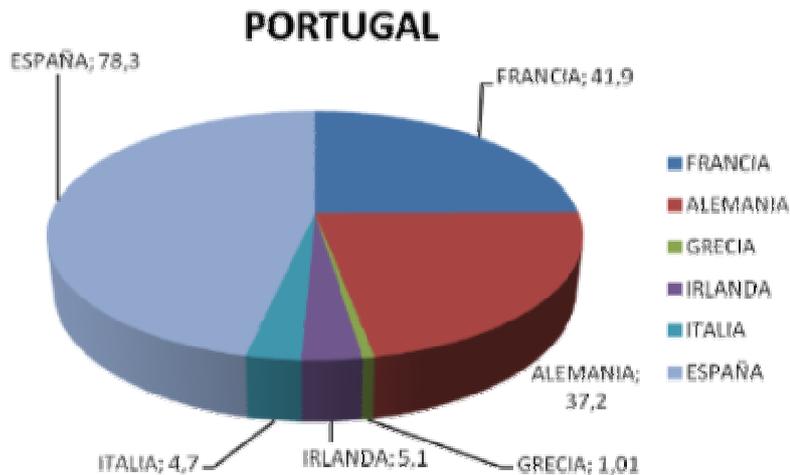


### FRANCIA



### ALEMANIA





Conclusiones de los gráficos:

Alemania, Francia y Reino Unido son los principales acreedores de los PIGS.

La deuda total de Grecia es de 122,65 mil millones de dólares, de ellos 36,8 mil millones se los debe a bancos alemanes, 53,55 mil millones por lo que respecta a Francia. Por tanto sería el país galo el que más tiene que perder en una supuesta bancarrota griega. El problema reside en que una supuesta bancarrota griega colocaría al resto de países rescatados, es decir a Irlanda y Portugal en una posición muy delicada. Irlanda tiene una deuda de 242,01 mil millones de dólares, bastante superior a la de Grecia. De estos Irlanda debe 138,6 mil millones a Alemania, 50,1 mil millones a Francia, 19'4 mil millones a Portugal, 15,3 mil millones a Italia y 14 mil millones a España. El otro país rescatado que quedaría en riesgo ante una bancarrota griega sería Portugal.

La deuda portuguesa asciende a 168,21 mil millones de dólares, 78,3 mil millones se lo deben a España (casi un tercio del total), uno de los países en riesgo de ser rescatados por el FMI y el BCE, 37,2 mil millones a Alemania, 41,9 mil millones a Francia.

Por otra banda, las deudas española e italiana son muy superiores a la del resto de países ya intervenidos y por tanto un posible rescate pondría al sistema en un enorme riesgo.

La deuda española asciende a 424,73 mil millones de dólares y estaría repartida de la siguiente forma: 181,6 mil millones a Alemania, 162,4 mil millones a Francia, 25,6 mil millones a Italia, 25,3 mil millones a Irlanda y 23,1 mil millones a Portugal.

Italia, aunque no está tan cerca de ser intervenida como podría estarlo España, sigue siendo uno de los países europeos en la zona de riesgo. Su astronómica deuda llega al 654,35 mil millones de dólares. Francia es el país con el que Italia está más endeudada con 418,9 mil millones de dólares (que supone un 20% del PIB francés), le sigue Alemania con 153,7 mil millones, España con 32,6 mil millones e Irlanda con 40,9 mil millones.

El riesgo del sistema de deuda europea es que como podemos ver los propios países en riesgo de ser rescatados o ya rescatados se deben bastante dinero entre ellos, por lo que se crea un efecto dominó.

Por ejemplo gran parte de la deuda portuguesa, 78,3 mil millones, procede de España, y si España acaba por ser intervenida Francia, Alemania se verían muy afectadas por las grandes cifras de deuda española a la que se ven expuestas.

Por tanto un colapso de Grecia puede llevar al sistema al caos económico y por ahora nada parece señalar que vayamos por el camino correcto. Por ahora sólo están ganando los especuladores internacionales, a la espera de las numerosas privatizaciones y recortes de derechos sociales y laborales que realizarán los gobiernos griego, irlandés, portugués y español.

### **5.1.2. Exposición indirecta.**

Es la relación existente que surge como consecuencia de la exposición directa. Aparece un nuevo “jugador”, la figura de asegurador ante la posibilidad de insolvencia. Más difícil de percibir es el importe que las entidades aseguradas tienen en sus balances. Conocerlos es de importancia vital, pero no nos centraremos en este apartado. De forma exclusiva haremos un breve comentario y estudiaremos un ejemplo de esta situación.

Cuando un banco vende un CDS, sobre la deuda de un país, se compromete a indemnizar a los inversores que hayan comprado este seguro si el emisor de la deuda no hace frente a los pagos. Es un tipo de exposición al riesgo de impago indirecta en el que destacan las entidades financieras de Estados Unidos y, en menor medida, las británicas.

Así, la banca estadounidense tiene una exposición indirecta a Grecia valorada en 24.200 millones (el 56% de la exposición indirecta total), y los británicos otros 3.500 millones de euros. Teniendo en cuenta esta exposición indirecta causada por la venta de CDS's, llegamos a la conclusión que EEUU sufre una exposición al riesgo de impago griego equiparable a la exposición directa que tienen países europeos como Alemania o Francia por haber comprado directamente bonos u obligaciones griegos.

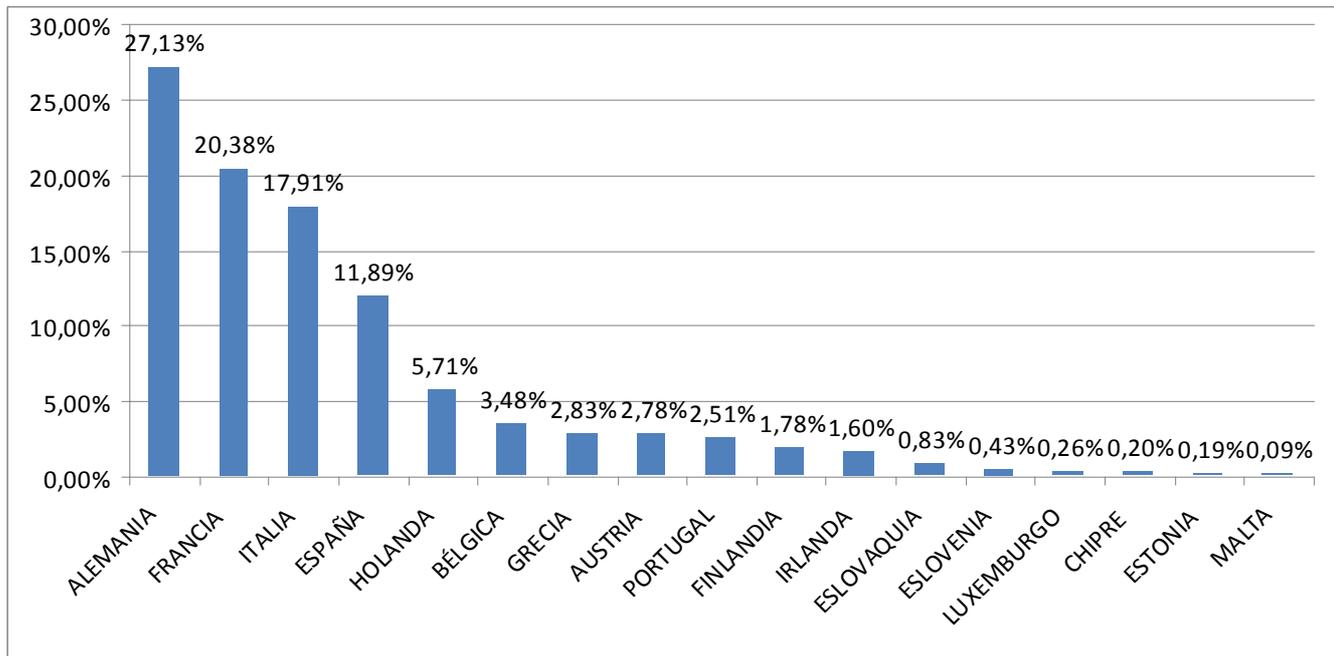
### **5.2. ¿Quién es el más solidario en el fondo de estabilidad del Euro?**

Vamos a analizar quién realmente es el más solidario con su participación en los rescates de los países de la UE.

¿Las continuas y insaciables quejas de Alemania diciendo que es el país que más aporta están fundamentadas? En este apartado analizaremos si tienen razón.

Nos centraremos en un análisis del fondo de rescate en:

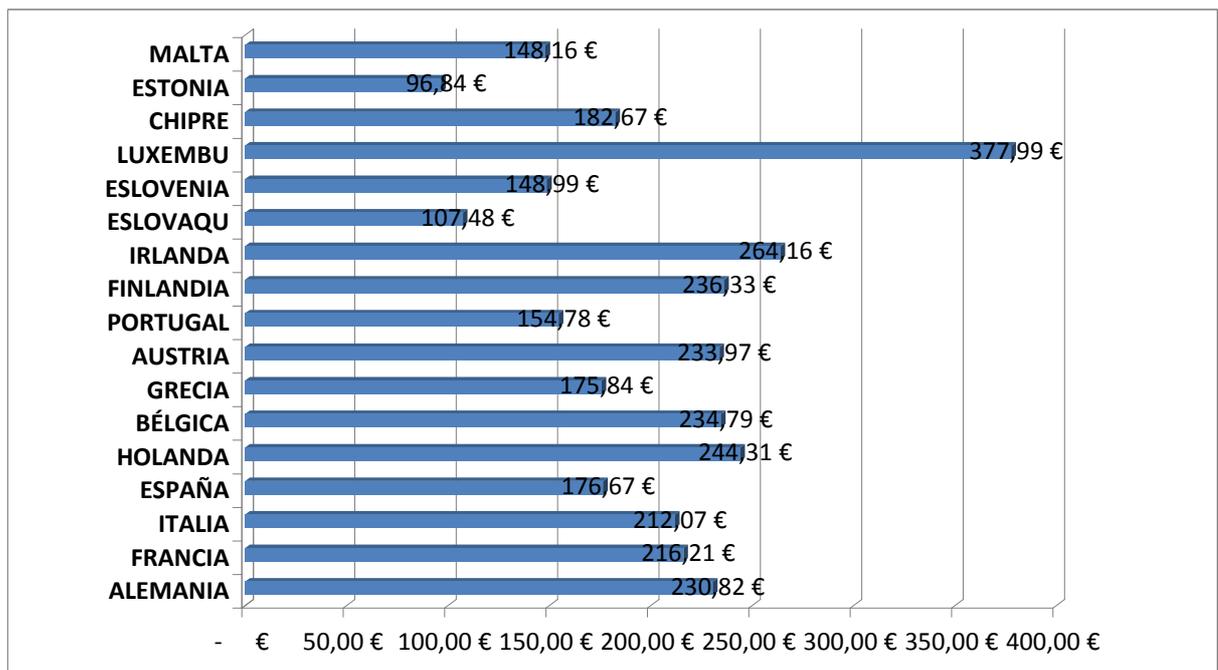
- **Valor absoluto:**



Elaboración propia

Este gráfico muestra el peso de la aportación de cada uno de los países en términos absolutos. Destacar que entre los cuatro primeros países aportan más del 75% de la totalidad del fondo.

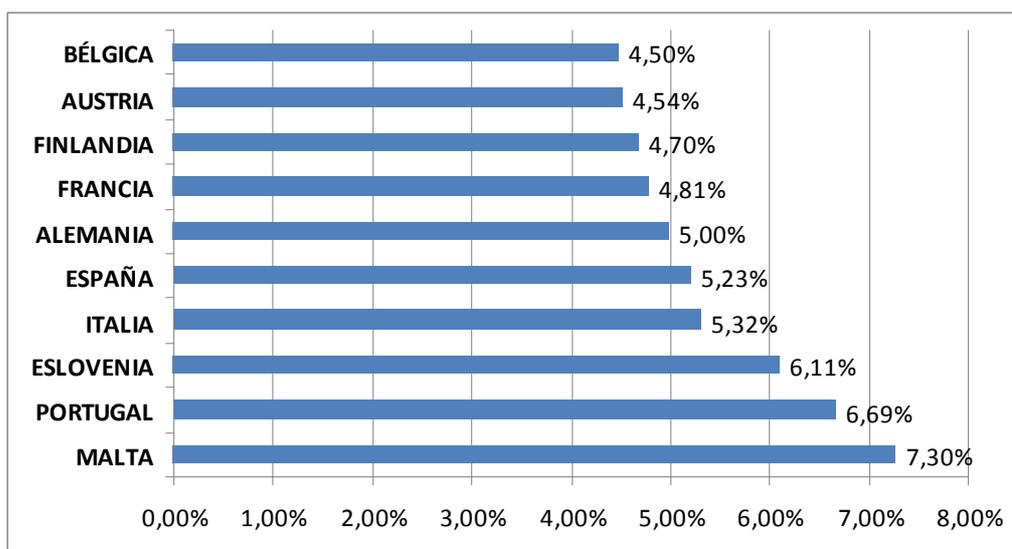
- **Aportación por cápita**



Elaboración propia

En este apartado vemos como en términos por cápita los que más aportan el fondo son países como Luxemburgo, Irlanda, Holanda. Destacar la gran diferencia entre la aportación del ciudadano luxemburgués y el irlandés, de alrededor de de 113 €.

- **Aportación en términos de % PIB**



Elaboración propia

En este apartado vemos el esfuerzo de cada uno de los países que colaboran en el fondo en términos de su PIB. Malta es el país que más aporta en términos de PIB con un 7,30% lejos del 5% que supone para Alemania. Portugal también con un 6,69% es el segundo país, destacar que es uno de los países rescatados.

### **5.3. ¿Es una oportunidad para alguien? ¿Alguien gana con todo este proceso?**

#### **5.3.1. El rescate griego no es un mal negocio.**

En este apartado analizaremos dos situaciones con dos breves ejemplos para ver que existe agentes que están logrando obtener beneficios de esta situación.

1. Alemania están ganando con el rescate griego. En los primeros doce meses del rescate, el grupo bancario alemán KfW concedió a Grecia créditos a cuenta del gobierno alemán por valor de 8400 millones a un interés del 5%, es decir con un rendimiento dos puntos superior al de los bonos alemanes, lo que arroja un beneficio de 500 millones de euros. Además, el Ministerio de Finanzas alemán se beneficia también de la huida de los inversores desde los países en crisis hacia los bonos del tesoro alemán, considerados mucho más seguros, lo que beneficia a las cuentas alemanas.

2. A eso hay que añadir que también el BCE se beneficia de los altos intereses por los bonos que ha comprado a los griegos. Como estamos hablando de alrededor de 20.000 millones en intereses que están diez puntos por encima del resto de la euro zona, eso arroja un beneficio de 2000 millones de los que a Alemania, de acuerdo a su participación en el capital del BCE, le corresponde la cuarta parte, es decir otros 500 millones de euros.

## **6. El caso español.**

### **6.1. Posible rescate.**

Después del rescate de Grecia, Irlanda y Portugal, se dice que España podría ser el siguiente país en ser rescatado. La economía sigue estancada y los inversores no terminan de confiar en nuestro país. A esta situación ha contribuido el boom inmobiliario sobre el que se sustentó en el pasado el crecimiento de su PIB. También existen dudas en torno al sobredimensionamiento del sector de las cajas de ahorro, algunas de ellas salpicadas por la crisis del ladrillo a través de la concesión de créditos de dudoso cobro y operaciones inmobiliarias fallidas. Es vital la reordenación del sector con fusiones y adquisiciones.

En caso de que finalmente España requiera la ayuda del fondo de rescate europeo, se vería afectado el mercado de deuda pública, la bolsa española, el sistema financiero y las divisas. El tamaño de España haría necesario un rescate cercano al billón de euros. Cuando un país tiene problemas financieros, tiene que pagar unos intereses más elevados para colocar su deuda en los mercados y esto perjudicaría el sector público español. La bolsa también se vería afectada, sobretodo el IBEX 35 ya que los índices y en general todos los mercados de renta variable son muy sensibles a las noticias negativas como sería un supuesto rescate a España ya que los inversores tienden a deshacerse de sus activos en las empresas del país perjudicado. Los bancos también se verían muy perjudicados por dicha supuesta situación ya que los consumidores, ante el desanimante panorama económico, podrían optar por retirar su dinero; además, las entidades son las principales tenedoras de letras del Tesoro, por lo que una devaluación de éstas afectaría a su balance de cuentas. Por último, la moneda se debilita cuando la solvencia nacional está en duda, como es el caso del euro, de modo que los inversores acudirían a otras divisas que ofrezcan más seguridad.

Un supuesto rescate implicaría unos mayores recortes, ajustes, aumento de los impuestos en mayor medida de la que ya se ha producido y esto tendría unos efectos sociales muy negativos, y de hecho, la ciudadanía española ya está viviendo las consecuencias de unos ajustes que tienen como fin reducir el déficit y evitar un

rescate. Cuando un país recibe un préstamo extraordinario, no le queda más remedio que permanecer bajo vigilancia durante un determinado período de tiempo para garantizar que hará los deberes y pagará las facturas. Por ese motivo los gobiernos ponen en marcha un plan para reducir el déficit. Y éste se traduce, sobre todo, en recortes sociales y subidas de impuestos. En última instancia, los ciudadanos acaban sufriendo las medidas tomadas por los Estados para sanear sus cuentas y convencer a sus acreedores de que la situación mejorará. Ante la desconfianza de los mercados hacia España, el Gobierno español anunció el pasado 12 de mayo la bajada media del 5% de sueldo a los funcionarios, la retirada del cheque-bebé (que concedía 2.500 euros por nacimiento) y la congelación de las pensiones. Previamente, el Ejecutivo ya había anunciado la subida del tipo general del IVA (del 16% al 18%), la supresión de la deducción de 400 euros del IRPF y por vivienda habitual, la elevación de este impuesto a las rentas altas, el aumento de los impuestos del alcohol y el tabaco, el alza de la tributación del ahorro del 19% al 21%, la retirada de la prestación de 426 euros por desempleo, y el aumento de la edad de jubilación, pasando de los 65 a los 67 años.

Debido a que España es más grande y tiene más peso en la economía de la eurozona que Grecia, Irlanda o Portugal, un rescate español haría a Europa replantearse su capacidad para ayudar a las economías más débiles. Por eso, un rescate de España no sería igual de fácil de digerir por parte de Europa que los de Grecia, Irlanda y Portugal. Esto podría tener graves consecuencias para la economía comunitaria ya que representaría un gran riesgo para la continuidad de la Unión Europea y pondría en duda a la moneda única.

#### **6.1.1. ¿Qué aspectos positivos tendría el rescate?**

Como es evidente, la situación económica de España atraviesa un período crítico y la única manera de mejorar esta situación es, igual que si ocurriera en nuestra casa, gastar menos. Esto implica la imposición de duras medidas (más contundentes de las que ya se han tomado), recortes y cambios estructurales que permitan a España sanear su economía y reducir considerablemente su déficit para poder crecer a largo plazo. El problema es que los políticos no se atreven a implantar estas medidas con suficiente contundencia ya que temen perder votos, se ven coaccionados por

manifestaciones y quejas sociales y ven peligrar su mandato. Si finalmente se produjese el rescate, Europa sería quien ordenaría estas impopulares medidas que los políticos no se atreven a tomar y esto nos permitiría sanear nuestra economía. Así que, desde este punto de vista, esta sería una consecuencia positiva de un hipotético rescate de España.

## **6.2. Evolución macroeconómica desfavorable.**

En este apartado analizaremos que consecuencias tendría para España un escenario adverso, es decir, que las variables macroeconómicas no se acabaran de recuperar y hasta podríamos añadirle que sufrieran una recaída.

Para ello trabajaremos bajo una de las hipótesis:

- PIB: Caída acumulada 2010-2012 del 2,3%
- SECTOR INMOBILIARIO:
  - 2011: -12,3% ▼ precio
  - 2012: -11 % ▼ precio
- PARO:
  - 2011: 21,3%
  - 2012: 22,4%
- PRIMA DE RIESGO: Aumento del contagio y por tanto ▲ prima de riesgo

Una vez marcadas las hipótesis, analizaremos que ocurriría. Para esto trabajaremos con las principales variables macro que tiene la fórmula del PIB.

$$\text{PIB} = C + I + G + (X - M)$$

- El Gasto público no puede ser una variable que ayude a hacer crecer el PIB, debido a que los planes de ajuste provocan:
  - ▼ Gasto público para ▼ el déficit público y a la vez lograr ▼ el total del volumen de deuda.
- El consumo se ve afectado y no logra rehacer su marcha ya que:
  - ▲ paro
  - ▼ confianza de los individuos

- Además se debe añadir ▼ de la renta disponible.
  - Apariciones de brotes de inflación pueden ser realmente muy peligrosos
  - ▲ tipos de interés debido a la doble velocidad de Europa, provoca que la sociedad destine más % de la renta a pago de intereses y menos al consumo
  - ▼ apalancamiento de las familias.
  - Retirada de los planes de estímulo
  - ▼ del consumo de utilities (gas, energía).
  - Una ▼ provoca que no logremos aumentar la recaudación de los impuestos sobre el consumo.
- En el caso de la inversión vemos como las empresas no se deciden a invertir ya que la coyuntura no mejora y observamos que:
    - Cada vez son más las empresas que obtienen beneficios, y crecen a un ritmo importante ya que han hecho los deberes, pero estos los logran debido a su diversificación geográfica.
    - Ante pocos síntomas de recuperación del consumo, las empresas no invierten.
    - Ante la ▼ del consumo, ▼ los ingresos, ▼ margen de explotación de las empresas, por tanto ▲ el peso de los costes fijos provocando ▲ paro
  - Pero ante la imposibilidad de respuesta de las 3 variables del PIB solo nos queda confiar en la respuesta de la balanza comercial.
    - Las exportaciones son la base para conseguir un crecimiento positivo del PIB en un momento en que la economía se encuentra en un estancamiento.
    - Solo logrará exportar si ha hecho los deberes en términos de competitividad. Si lo logra podrá convertir las exportaciones en

una fuente de crecimiento del PIB, que a la vez ayudará a tirar del carro en las otras variables.

- En el caso de que no consiga la competitividad a través de la devaluación interna estudiada anteriormente, se verá condenado a una profunda crisis.
- El aumento del paro provocaría una ▼ de los ingresos a la Seguridad Social, a la vez que ▲ del número de personas que desean cobrar el subsidio del paro. Provocando ▲ déficit.
- Ante las muestras efímeras de recuperación del mercado laboral ▲ de personas con paro de larga duración.
- ▲ de la morosidad, ▲ dotaciones de provisiones por pérdidas ▼ los beneficios de las empresas.
- Todo este esfuerzo del gobierno central se puede ver lastrado por la inexistente contención del déficit fiscal de las comunidades autónomas.
- Añadido que la corrección del sector inmobiliario no ha terminado y que los siguientes años seguirá con sus tasas de crecimiento negativo.
- La disminución de la caída del precio de sector inmobiliario puede repercutir gravemente, provocando que el sector bancario deba asumir unas grandes pérdidas en su balance cosa que tal y como están las entidades dudamos que puedan resistir. Y ante esto si el Estado debe responder inyectando dinero esto provoca un ▲ del endeudamiento, que por seguro que ha logrado a una TIR ▲. Como consecuencia veremos como el tipo de interés medio del total de la deuda ▲.
- Sumado a esta inestabilidad, y a que no se terminan de llevar a cabo las reformas estructurales y fiscales necesarias provoca una ▼ disminución de la transmisión de confianza que se traduce con un spread riesgo país más ▲.
- El ▲ de la prima de riesgo, se traducirá en una dificultad muy grande para el Tesoro español para lograr colocar su deuda en los mercados financieros. Y si lo consigue, será a un tipo más elevado, provocando así un ▲ de la carga financiera en la partida del presupuesto.
- Entraríamos en el espiral muy peligroso, donde los mercados financieros podrían presionarnos y provocar que necesitáramos un balón de oxígeno del exterior.

## **7. Soluciones.**

### **7.1. Rescatar**

#### **7.1.1. ¿Por qué rescatar?**

Este es un pilar básico de nuestro trabajo. Nuestros objetivos para este apartado es responder a las siguientes preguntas:

- ¿Por qué no dejar que el país haga default?
- ¿Sólo se vería afectado el país en concreto? ¿Quién más se verá afectado y como?
- ¿Qué intereses comunes existen entre los países?

Responderemos deshaciendo el entramado que hay detrás de cada uno de los rescates de los países europeos, y ver cuales son los intereses comunes que tienen los países entre si.

A todo esto pretendemos entender la actitud de nuestros representantes políticos frente a la crisis de deuda pública.

Existen varios motivos por los cuales la UE ha tomado la decisión de rescatar a los países miembros que no puedan atender a sus deudas a corto plazo. El hecho de pertenecer a la Unión Europea y compartir una misma moneda hace prácticamente imprescindible que otras naciones de la UE participen en el rescate de los países que lo necesiten para no poner en peligro la continuidad del Euro. Otro motivo es evitar la quiebra del país ya que en caso de producirse, sus acreedores se quedarían sin cobrar a no ser que hubiesen suscrito un CDS, en tal caso, el asegurador debería cubrir lo que el estado ha dejado de remunerar. El impago originaría una retirada de capitales del país por parte de los inversores y se frenaría en seco la entrada de inversores extranjeros. Se perdería totalmente la confianza de los inversores, hecho que provocaría que el país no pueda obtener financiación en un futuro o que lo tenga que hacer pagando unos intereses estratosféricos. Si finalmente se decidiese que los países que se encuentren en situación crítica no serán rescatados y que además dejarán de formar parte de la Unión Europea, se produciría una situación que perjudicaría seriamente a todos los países miembros, tanto los estados débiles como los fuertes, todos sufrirán grandes desaceleraciones si la eurozona se desmantela.

### **7.1.2. Eurobonos.**

Vamos a realizar un breve análisis de lo que supondría la creación de los eurobonos, para esto hemos tenido la oportunidad de conseguir una propuesta que se hizo y se debatió en el parlamento europeo sobre la cuestión.

Entendemos que los eurobonos deberían servir como un pilar para conseguir más unidad política a nivel europeo y a la vez un motor de crecimiento.

No nos centraremos en aspectos legales ni de constitución, únicamente las principales ventajas e inconvenientes.

#### **A nivel introductorio:**

Somos conscientes de que la zona euro está metida en una crisis profunda y existencial.

Esta crisis ha permitido que se cree un consenso cada vez mayor de que la unión política es necesaria para preservar la integridad de la zona euro. Pero como podemos observar en el día a día parece que en Europa hay pocas ganas de tomar más drásticas medidas hacia una unión política.

Si queremos preservar el Euro, es evidente que será necesaria una mayor integración política.

Los eurobonos surgen como una necesidad política y a la vez como una necesidad financiera.

#### **Políticamente hablando pueden:**

La emisión común de eurobonos es un importante paso hacia la mayor integración política, que al mismo tiempo puede ayudar a calmar a los mercados financieros y devolver la estabilidad en la zona euro.

A la vez, fruto de esta emisión conjunta de los eurobonos podrían surgir sinergias positivas para la zona, como podría ser un impulso al crecimiento económico. Hay aspectos muy importantes que durante esta crisis se han puesto de manifiesto y

es imprescindible tener en cuenta de cara a la posible creación de los eurobonos. Estos son:

- Los inversores internacionales se preguntan si la zona euro, tal y como la conocemos hoy en día, va a sobrevivir.
- Esta falta de confianza en un futuro sólido de la eurozona produce una inestabilidad en los mercados.
- A la vez tiene la capacidad de transformar las malas noticias acerca de un país en una mala noticia comuna para el conjunto de países.

Habrá que luchar para poder evitar esta situación, pero solamente si los países miembros están dispuestos a transmitir esta solidez (diseñando mecanismos) necesaria serán capaces de tranquilizar al mercado.

Uno de los mecanismos que se podría diseñar para lograr los aspectos comentados con anterioridad son los ya comentados Eurobonos.

#### ¿Por qué los eurobonos?

- El eurobono consistiría en una emisión conjunta de bonos, lo que a la vez nos permitiría que los países participantes se hagan responsables por la deuda emitida por la totalidad de los países. Es decir, hablamos de una solidaridad.
- Mayor transparencia y mayor poder de convencer al mercado.
- Significaría una mayor integración política.
- Un mix de todo, permite calmar a los mercados financieros, eliminar este miedo existencial y por tanto lograr restablecer la estabilidad en la zona euro.

#### Financieramente:

Los eurobonos supondrían:

- La creación de un gran mercado, que tendría la posibilidad de competir de tú a tú con el mercado de bonos en dólares.
- Un mercado con mucha liquidez, mayor a la existente hoy en los mercados de la zona euro.
- Podríamos conseguir un atractivo mayor para los inversores extranjeros.

- A la vez incrementaría el atractivo para países AAA de la eurozona.

### Crecimiento económico:

Los eurobonos pueden ser un factor clave en este momento de austeridad y control de la inversión.

1. Una forma de conseguirlo sería exigir a los países que participasen en la emisión de eurobonos conjunta para aumentar la inversión pública como porcentaje de su PIB.
2. Otra forma consistiría en la emisión directa de eurobonos para financiar las infraestructuras en Europa.

Ambos enfoques contribuiría a aumentar la inversión pública lo que aumenta la productividad y el crecimiento económico en la zona del euro.

Pero la eurozona está viviendo una etapa de fuerte austeridad presupuestaria.

La austeridad está provocando un gran recorte de proyectos de inversión pública

Muchos economistas defienden la doctrina de que son las inversiones públicas una variable importante para impulsar el crecimiento económico.

La inversión pública aumenta la productividad global en la economía. Lamentablemente, esta relación positiva entre la inversión pública y el crecimiento económico no ha impedido que muchos gobiernos europeos decidan recortar la inversión pública primero y lo que puede llegar a ser más dramático los recortes en otras partidas presupuestarias como educación, sanidad...

### INCONVENIENTES:

Evidentemente que todo no es positivo, sino que hay que contemplar que existen inconvenientes y estos deben ser tratados con mucho detenimiento.

Debido a estos inconvenientes hemos observado una gran cantidad de países que han mostrado su rechazo a este proyecto. A continuación comentaremos los más relevantes.

- Existe un riesgo moral:

Esto significa que los países son responsables colectivamente de la emisión conjunta de eurobonos, se crea un incentivo para que los países emitan deuda en exceso. Ya que podemos ver que existe un seguro implícito.

Esto provoca un rechazo para todos aquellos países que se comportan de forma responsable.

Una posible solución a este problema tendría que ser: marcar unos techos que limitaran la capacidad de emisión de deuda de cada uno de los países integrantes para evitar un mal uso, y logrando así los objetivos de déficit marcados por la UE.

- Bajo atractivo para los países con rating AAA:

Debido a que para la creación de los eurobonos se tendrían que unir países con diferentes ratings. Por tanto observaremos 2 situaciones opuestas:

- Países de bajo rating: con la creación de los eurobonos verán como tendrán de pagar un tipo de interés menor para su deuda. Este sería el ejemplo de los PIGS.
- Países con alto rating: verían como su tipo de interés para obtener financiación a los mercados financieros aumenta. Cosa que provoca un rechazo. Sería el caso de: Alemania, Holanda...

Este se convierte en unos de los principales hándicaps que tiene esta iniciativa. La aversión de los principales motores económicos europeos provoca que se tengan que replantear la iniciativa propuesta.

Es necesario un paso más hacia la integración europea en términos de política fiscal, para poder mostrar más unidad, transparencia y credibilidad a los mercados.

Evidente es que habrá que encontrar incentivos para convencer a los países con un rating superior, y lograr mostrarles que pueden existir sinergias que ayuden a aceptar una emisión conjunta aún que ahora mismo a un coste superior para ellos.

### **7.1.3. Reestructuración de la deuda.**

Debido a la intensa y volátil situación que viven los mercados de deuda sumado a la precariedad e incertidumbre de la buena marcha de los planes de rescate surgen nuevas dudas, y ante estas, el mercado ya contempla nuevas soluciones como la que trataremos en este apartado.

#### **1. Quita de intereses**

Una quita de la deuda, reduciría inmediatamente el peso de la deuda sobre el PIB, y liberaría recursos que actualmente se destinan a el pago de intereses, rebajando la presión para implantar medidas de austeridad sin sentido, donde solo prima el recorte por el recorte para la obtención de capital mal aprovechado como gasto.

Obviamente tiene ciertas desventajas: la primera los bancos, que son tenedores de deuda y deberían probablemente ser recapitalizados y podrían haber dificultades para encontrar financiación a corto plazo.

#### **2. Quita de intereses y parte del nominal**

Liberación de parte o de la totalidad de una deuda que hace el acreedor al deudor.

La necesidad por parte de la Eurozona para llevar a cabo una quita de deuda.

Una quita de la deuda, reduciría inmediatamente el peso de la deuda sobre el PIB, y liberaría recursos.

Pero a su vez la liberación de parte o de la totalidad de la deuda crearía una desconfianza en que nadie querría tener deuda de ese país.

#### **3. Alargar el plazo de devolución**

Es necesario una prórroga del pago, para que los rescatados puedan hacer frente a los problemas existentes.

La Eurozona es "uno para todos y todos para uno" si cae uno, caemos todos, por lo que hay que hacer lo más sobrellevadera posible la situación a los rescatados.

Alargar el plazo de devolución a los rescatados a cambio por ejemplo de acuerdos comerciales con los países miembros, podría ser una buena opción para sanear las cuentas financieras del país y la obtención de capitales llevarlas a la captación de recursos para no ir ahogado a la hora de sanear sus cuentas con el tiempo. Con el tiempo le darían un alivio para destinar ese capital a engrandecer su economía.

Les interesa que todos sus países integrantes estén bien en su conjunto, reducir los tipos de interés de un par de rescates puede suponer la aceleración del crecimiento de todos.

#### **4. Dejar entrar al sector privado como financiación ajena**

La secuencia de rescates sólo empeora el problema, dado que la deuda del sector privado pasa a los gobiernos y serán los gobiernos, es decir los ciudadanos, los que deberán responder.

Deberían de incentivar dejar entrar exclusivamente al sector privado con incentivos fiscales, que propicie que quieran prestar dinero al país del Estado miembro en cuestión.

#### **5. Ampliar el fondo de rescate**

Ampliar de nuevo el fondo de rescate y multiplicar sus recursos. La ampliación es una decisión para tranquilizar a los mercados más que para cubrir necesidades urgentes.

Este dinero, de momento, sería sólo un aval y se tendría que desembolsar solo sí el Estado miembro cayera en default.

Este incremento del fondo, que en la actualidad tiene una capacidad de 750.000 millones de euros se debería de ampliar para no asumir más riesgos y para prevenir el contagio, y poder así hacer operaciones hasta ahora reservadas al BCE, en referencia a la compra de bonos de los países en dificultades.

#### **6. ¿Suspensión de pagos indefinida?**

Si hubiera un impago de la deuda en cualquier Estado miembro, todos los países se verían afectados. Los ministros de la zona euro deberían de buscar un modelo para que no cree un “desastre total”

El sistema financiero muy debilitado se ha deteriorado hasta el punto que sus balances y el resultado del estallido de la burbuja inmobiliaria (con las consecuencias del cierre total del mercado interbancario y la masiva fuga de depósitos) han agravado hasta el extremo la solvencia de la banca y dependen casi en exclusiva de la financiación extraordinaria del fondo de rescate para ser solvente y no caer en la quiebra absoluta por parte de la Unión.

## Antecedente histórico de reestructuración de la deuda

Otros de los motivos por creer en la reestructuración es que este episodio ya se ha vivido en los mercados, citaremos un ejemplo de lo sucedido:

Si hacemos una mirada hacia el pasado podemos encontrar una situación similar a la que estamos viviendo en la actualidad.

Estamos hablando de la crisis de deuda de los años 1980, esta nos permite ver cosas interesantes que podrían parecer vigentes hoy.

Nos centraremos a analizar los puntos clave:

- Gran endeudamiento acumulado del país (ese caso México) comparable con la situación actual.
- Protagonistas: Los bancos acreedores y los estados los deudores.
- El crédito se usó para alimentar el consumo
- 1982 México declara una moratoria.
- Fases de la crisis:

1. Aplicación planes de ajuste instrumentados por el FMI acompañado por créditos de diferentes países.

Objetivo principal: pagar la totalidad de la deuda con retoques como el calendario de amortizaciones.

2. Después de varios años con plan ajuste, se vio que estos empobrecían a los países deudores, que habían parado la inversión y había hecho mella en los niveles de vida.

3. Plan Baker énfasis en crecimiento económico y reformas para lograrlo, el plan de austeridad pasaba a segundo plano, pero aún estaba vigente devolver la totalidad de las deudas.

4. Los frutos no llegaban, el crecimiento no era suficiente para dinamizar los países deudores, y así lograr disminuir el peso de la deuda. Crecía en %PIB.

5. Por fin se vio que la deuda acumulable era inasumible. Se crearon los nuevos bonos Brady que sustituyeron la deuda antigua, con un recorte promedio de un 20% y con la garantía del Tesoro.

6. Funcionó.

#### **7.1.4 Monetización de la deuda.**

La monetización de la deuda es una política monetaria utilizada por algunos bancos centrales para aumentar la oferta de dinero, aumentando el exceso de reservas del sistema bancario. Esta política suele ser utilizada cuando los métodos normales de control de la oferta de dinero no han podido; es decir, la tasa de interés bancaria, la tasa de descuento y/o tasa de interés interbancaria están cerca de cero.

El BCE debería contemplar la posibilidad de realizar una expansión monetaria cuantitativa, es decir, imprimir o generar moneda y ponerla en circulación como posible solución a la crisis de la deuda soberana que sufren algunos países. Con el dinero creado se comprarían bonos gubernamentales de los países con dificultades económicas, y esto les permitiría reducir los costes de los créditos. Al comprar mucha cantidad de bonos, el precio de los mismos tendería a subir y en consecuencia, su rentabilidad bajaría, es decir, los tipos de interés tenderían a bajar.

Por otra parte, un tipo de cambio más bajo en los bonos puede también ayudar al conjunto de la economía al mejorar la competitividad de las empresas exportadoras sobre todo si vivimos una época en la que la demanda disminuye en el mundo. Además, otro de los objetivos que se busca con la compra-venta de bonos, es que la liquidez creada llegue a la economía real en forma de créditos a los consumidores y a los sectores en dificultades.

#### **ARGUMENTOS A FAVOR:**

- En la situación de crisis actual donde la inflación es prácticamente nula, sería conveniente fomentar el crecimiento mediante monetización aunque debamos asumir algo de riesgo inflacionista.
- La financiación se está complicando fuertemente para muchos gobiernos. Esta situación de estrés debe revertir, puesto que un colapso en el corto plazo debe sobre-ponderar contra argumentos basados en el largo plazo.
- Imposibilidad de realizar otras medidas que fomenten el aumento del PIB como políticas monetarias expansivas a través del tipo de interés, devaluaciones o aumento del gasto público.

## ARGUMENTOS EN CONTRA

- Inflación: La monetización hoy puede crear inflación mañana si se genera más dinero del necesario.
- El principal objetivo del BCE es mantener el 2% de inflación.

Con los tipos de interés rozando mínimos, la imposibilidad de que cada país devalúe su moneda al formar parte de la Unión Europea y el inviable aumento del gasto público para inyectar liquidez a la economía debido al enorme déficit público, quedan pocas maneras más de inyectar liquidez a la economía.

El BCE tiene que escoger entre continuar aumentando la deuda de los ciudadanos europeos mediante rescates donde los rescatados ven incrementar cada vez más su deuda o llevar a cabo una política de monetización de la deuda y aceptar un riesgo de inflación. Teniendo en cuenta que en la situación actual la inflación es prácticamente nula, optaríamos claramente por la segunda opción con el fin de reducir la deuda que ahoga a los PIGS y así, dar pie a una posible etapa de crecimiento. Esta política debe realizarse con cuidado y control total de la situación para que cuando cambie, no lo haga para pasar de deflación a hiperinflación.

## **7.2 No rescatar**

### **7.2.1. ¿Por qué no rescatar?**

Con el seguimiento de muy de cerca de los casos que están ocurriendo observamos que todos los países muestran una actitud adversa a ser rescatados. ¿Por qué? El principal motivo es que el rescate no es simplemente que la UE ha puesto a disposición de los gobiernos una cantidad para poder hacer frente a una situación grave pero pasajera de liquidez, sino que la cuestión va mucho más allá.

El rescate no es sino un préstamo en unas condiciones más benignas que las que se pueden obtener si el país recurre a la financiación en los mercados financieros (no es así para el caso irlandés). Al ser un préstamo implica la devolución, además aumentará

el volumen de deuda que ya tiene el estado. Puede desencadenar en graves problemas como es el de solvencia y que los agentes del mercado duden de tu capacidad para poder hacer frente a tus obligaciones. Cosa que podemos nombrar como un falso rescate.

Además, la aceptación de un rescate conlleva aceptar duras medidas en temas de contención del déficit, recortes de gastos y aumento de impuestos y los resultados nos dicen que hasta el momento, los países rescatados no han logrado la estabilización que buscaban. La desconfianza y la inquietud permanecen prácticamente intactas aún. A esto hace falta añadirle que la euro zona está discutiendo el futuro de estos planes aplicados.

La falta de consenso, la asimetría de ideas y convencimiento sobre estos planes permiten observar que no están transmitiendo lo que se pretendía con su puesta en marcha.

Des de la base empírica sabemos que el plan de ajuste apoyado con financiación exterior provoca:

- Mayor estancamiento.
- Incluso reducir el crecimiento económico.
- Incrementar la deuda acumulada. %PIB.
- Disminución de la inversión.
- Disminución del bienestar

Solo el crecimiento permite volver al equilibrio fiscal, por tanto, la disciplina fiscal no nos llevará a la recuperación. Además si comparamos la situación con la crisis de los 80 sabemos por la bibliografía estudiada que a partir de niveles muy elevados y costosos de deuda, no queda otro remedio que la reestructuración con más o menos condonación de deuda.

A partir de estos razonamientos, mucha gente cree que cada país debe ser capaz de pagar sus deudas y si no lo es, debe suspender pagos, aunque pertenezca a Europa y

compartamos con él el mismo banco central. No tiene sentido que el dinero de trabajadores y pensionistas europeos acabe salvando a los que poseen la deuda griega, irlandesa, portuguesa, etc; ellos deben ser responsables de sus inversiones como cualquiera de nosotros lo somos si compramos unas acciones en bolsa y estas bajan de precio.

Pero, ¿Quiénes son los que tienen más interés en los rescates? Evidentemente sus acreedores, es decir, los bancos alemanes, franceses, británicos... Otro argumento a favor de los opositores a los rescates, es que estos consisten en convertir la deuda privada contraída por los bancos locales en deuda pública. Es decir, en deuda que deberemos pagar los ciudadanos. Se intenta, así, que los bancos acreedores puedan recuperar sus préstamos con grandes intereses y hacer el negocio del siglo. Y ello, a costa de exigir un posterior sacrificio a los ciudadanos europeos. Joseph Stiglitz, premio Nobel de Economía, es uno de los opositores a éste sistema de rescates y el pasado año 2010 escribió: «Lamentablemente, las decisiones del nuevo año adoptadas en Europa y en Estados Unidos han sido erróneas. La reacción ante los fallos y el derroche del sector privado que habían causado la crisis, ¡fue la de pedir austeridad al sector público!». «Así, pues, ¿se debe hacer pagar aún más a víctimas inocentes y a quienes nada ganaron de la falsa prosperidad?», «Si tiene que haber sufrimiento, el mayor deben arrostrarlo los responsables de la crisis y quienes más se beneficiaron de la burbuja que la precedió».

### **7.2.2. Quiebra.**

#### **7.2.2.1. Consecuencias de la quiebra.**

Cuando una empresa no puede hacer frente a sus deudas a corto plazo ya que estas son superiores a sus recursos económicos disponibles, se produce la quiebra. Lo mismo ocurre con los países (en caso de encontrarse en esta situación y no ser rescatados).

La quiebra es una situación de insolvencia generalizada y permanente en el tiempo, lo que la diferencia del simple cese de los pagos.

Cuando un país se encuentra en esta situación, el debate es claro: ¿Deben rescatarle los demás países de la UE o no deben ayudarlo, hecho que conllevaría la quiebra del país?

En la reciente historia de la UE, se ha rescatado a los tres estados que no podían hacer frente a sus obligaciones a corto plazo (Grecia, Irlanda y Portugal) pero, ¿qué ocurriría si no se les hubiera ayudado?, ¿Qué consecuencias tendría la quiebra de un estado miembro para el propio país y para sus vecinos europeos?

La consecuencia más directa de una quiebra es que los acreedores se quedarían sin cobrar, hecho que haría perder totalmente la confianza de los inversores en el país, es decir, ya nadie va a querer invertir en el país y esto perjudicaría gravemente al estado en cuestión ya que perdería la posibilidad de financiarse en un futuro o en caso de conseguirlo tendría que pagar un tipo de interés muy elevado.

Los mercados financieros también se verían afectados por la quiebra de cualquier país, no sólo los valores del propio país sino que también se produciría un efecto contagio a los mercados de los demás países. Por tanto, no sólo se verían afectados los inversores que tuviesen bonos del país en cuestión sino también todos los inversores alcistas de todo el continente.

Ante la dramática situación de alarma social, la gente retiraría el dinero de los bancos, que también se verían muy perjudicados así como la economía del país en general. Si a esto le añadimos que los bancos son los principales poseedores de letras y bonos, no sería raro que también quebraran algunos bancos y cajas.

Esta situación de pánico se extendería por todo el continente y se pondría en duda la solvencia de algunos países, hecho que debilitaría la moneda ya que los inversores acudirían a otras divisas que les ofrecieran mayor seguridad.

Además de las consecuencias económicas, se produciría un gran drama social ya que muchos funcionarios se quedarían sin cobrar, además de la indignación que afectaría a los ciudadanos por ver al gobierno obligado a reducir el gasto público y aumentar los impuestos para salir de esta situación.

### **7.2.3. Salida del Euro.**

Esta es una de las posibilidades que a menudo suena como alternativa a las planteadas anteriormente por los economistas.

Nosotros no creemos en esta alternativa y solo lo comentaremos a grosso modo.

¿Por qué no? Básicamente nuestra idea se fundamenta en mirar que costes supondría para el país.

Una salida por parte de uno de los países miembros supondría:

El objetivo principal que se persigue con la salida del € es volver a su moneda e inmediatamente practicar una devaluación para lograr así la competitividad perdida

- La deuda del país afectado seguiría pagándose en €. Esto supondría que su deuda se multiplicará, provocando así un aumento del peso de esta en términos del PIB. Además del volumen de deuda, los gastos financieros de estos.

Pero todo no se termina aquí, ¿qué TIR deberá pagar para emitir deuda a partir del momento de su salida del €?

Creemos que una salida del € dispararía la tasa de interés que le exigiría los inversores para adquirir su deuda. Cosa que aún dañaría más sus arcas. Por tanto permanecer en la zona euro implica que los inversores exijan una rentabilidad menor porque creen que los socios de la zona € responderán en caso de que exista este riesgo real de impago.

## 8. El coste de los rescates.

### 8.1. Grecia.

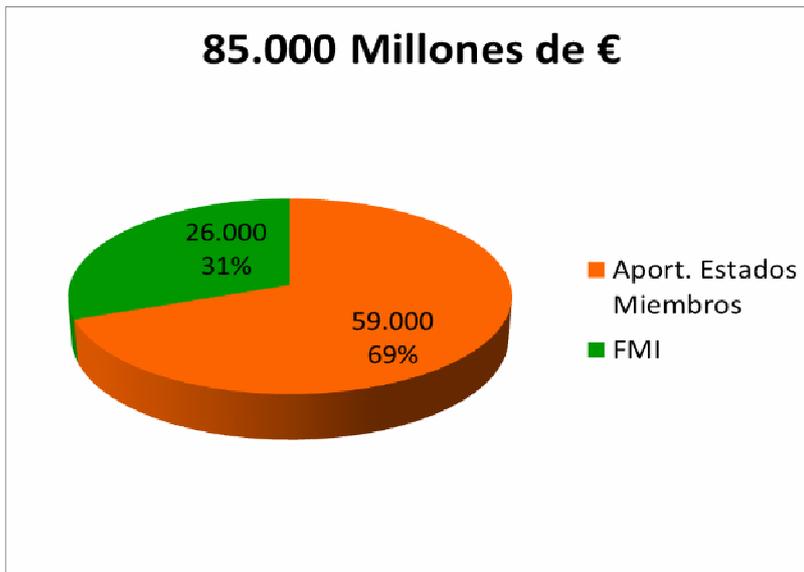


Los 80.000 millones de euros aportados por los estados miembros se distribuyen de la siguiente manera:

	% BCE	Part. Importe Aportado
<b>Alemania</b>	27,90%	22320
<b>Francia</b>	21,00%	16800
<b>Italia</b>	18,42%	14736
<b>España</b>	12,24%	9792
<b>Holanda</b>	5,90%	4720
<b>Bélgica</b>	3,60%	2880

<b>Austria</b>	2,86%	2288
<b>Portugal</b>	2,60%	2080
<b>Finlandia</b>	1,83%	1464
<b>Irlanda</b>	1,60%	1280
<b>Eslováquia</b>	1,00%	800
<b>Eslovenia</b>	0,50%	400
<b>Luxemburgo</b>	0,25%	200
<b>Xipre</b>	0,20%	160
<b>Malta</b>	0,10%	80
	<b>100,00%</b>	<b>80000</b>

## 8.2. Irlanda.

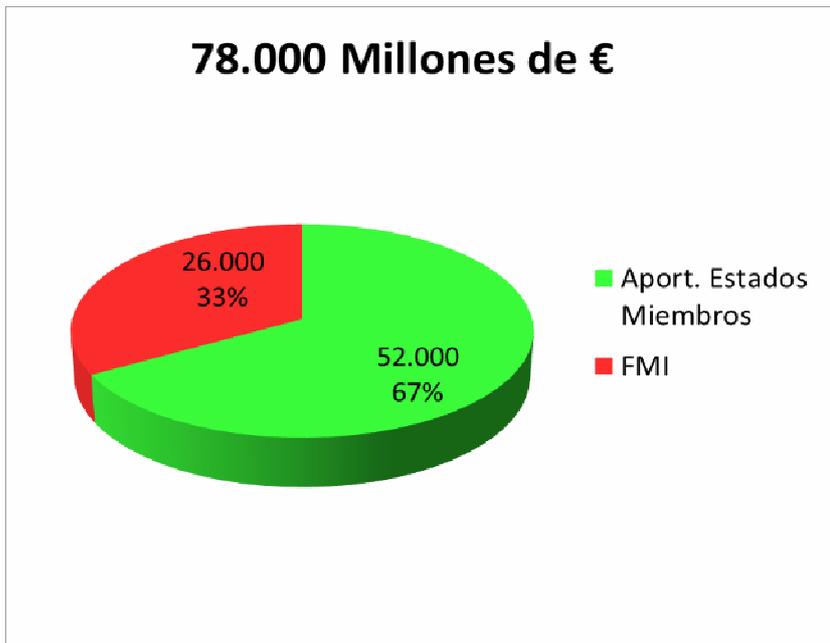


Los 59.000 millones de euros aportados por los estados miembros se distribuyen de la siguiente manera:

	% Part. BCE	Importe Aportado
Alemania	27,90%	16461
Francia	21,00%	12390
Italia	18,42%	10867,8
España	12,24%	7221,6
Holanda	5,90%	3481
Bélgica	3,60%	2124

Austria	2,86%	1687,4
Portugal	2,60%	1534
Finlandia	1,83%	1079,7
Grecia	1,60%	944
Eslováquia	1,00%	590
Eslovenia	0,50%	295
Luxemburgo	0,25%	147,5
Xipre	0,20%	118
Malta	0,10%	59
	<b>100,00%</b>	<b>59000</b>

### 8.3. Portugal.

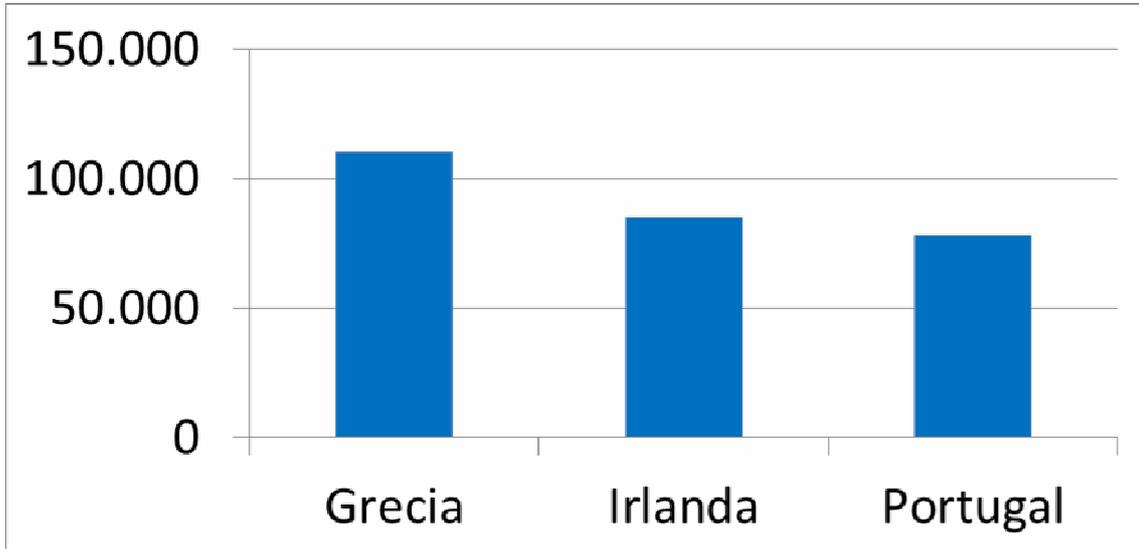


Los 52.000 millones de euros aportados por los estados miembros se distribuyen de la siguiente manera:

	% Part. BCE	Importe Aportado
Alemania	27,90%	14508
Francia	21,00%	10920
Italia	18,42%	9578,4
España	12,24%	6364,8
Holanda	5,90%	3068
Bélgica	3,60%	1872

Austria	2,86%	1487,2
Irlanda	2,60%	1352
Finlandia	1,83%	951,6
Grecia	1,60%	832
Eslováquia	1,00%	520
Eslovenia	0,50%	260
Luxemburgo	0,25%	130
Xipre	0,20%	104
Malta	0,10%	52
	<b>100,00%</b>	<b>52.000</b>

#### 8.4. El coste total.



	<b>Coste Rescate</b>
<b>Grecia</b>	<b>110.000</b>
<b>Irlanda</b>	<b>85.000</b>
<b>Portugal</b>	<b>78.000</b>
<b>TOTAL</b>	<b>273.000</b>

**273.000 Millones de €.**

## **9. Conclusiones.**

1. Sentar las bases para que una crisis parecida no vuelva a suceder, es preciso una mayor transparencia para poder clarificar como se distribuye el coste de la deuda soberana que emiten los países de la eurozona.

Proponemos la creación de un mecanismo/órgano/institución que discipline tanto al país que demanda fondos, como a los ofertantes. Donde se dejen claras las normas de juego, y por tanto, se debe contemplar que el inversor pueda sufrir algún recorte en el principal de su inversión puesto que el país en dificultades no debería ser rescatado por sus socios, pero para esto hace falta un fuerte poder de convencimiento y rigor en el cumplimiento de estas normas impuestas.

2. Es imprescindible y con esta crisis se pone de manifiesto día si día también que hace falta avanzar simultáneamente en cierto grado de política presupuestaria compartida. Ya sea como mecanismo para luchar contra las diferencias en el crecimiento entre los diferentes países de la eurozona, o como mecanismo de seguro compartido entre ellos, por ejemplo mediante la emisión conjunta de bonos (propuesta como una de las soluciones).

3. Es preciso solventar la situación actual, garantizando el funcionamiento de los mercados de deuda pública, con intervención del BCE si es necesario, pero al mismo tiempo exigiendo a los países en dificultades programas creíbles de estabilización y reforma. En casos extremos como los que ya han ocurrido el uso de los mecanismos financieros diseñados que también constituyen un cierto grado de compromiso político de compartir el riesgo para facilitar el ajuste de las economías afectadas, al tiempo, que se impone la necesaria disciplina económica.

4. La crisis de deuda soberana está teniendo momentos y situaciones dramáticas. Pero, como toda crisis, es también una oportunidad para asentar la moneda común con unas bases más sólidas e ir un poco más allá en la creación de los Estados Unidos de Europa.

## 10. Bibliografía.

<http://www.wikipedia.org>

[http://www.pdf.lacaixa.comunicacions.com/im/esp/201012eur\\_esp.pdf](http://www.pdf.lacaixa.comunicacions.com/im/esp/201012eur_esp.pdf)

[http://www.pdf.lacaixa.comunicacions.com/im/esp/201106eur\\_esp.pdf](http://www.pdf.lacaixa.comunicacions.com/im/esp/201106eur_esp.pdf)

[http://www.pdf.lacaixa.comunicacions.com/im/cat/201010box\\_cat.pdf](http://www.pdf.lacaixa.comunicacions.com/im/cat/201010box_cat.pdf)

<http://www.lavanguardia.com/internacional/20110528/54162230237/quien-es-el-pagador-de-europa.html>

<http://www.ecosbolsa.com/BOLSAS/bonos/250357-deuda-cruzada-soberana-europa.html>

<http://www.elblogsalmon.com/mercados-financieros/grecia-y-la-deuda-comienza-el-desplome-del-domino-europeo>

[www.bbva.es](http://www.bbva.es)

[www.expansion.com](http://www.expansion.com)

[www.cinco dias.com](http://www.cinco dias.com)

Prensa escrita y publicaciones económicas:

Suplemento "Dinero" de la Vanguardia

Diario Expansión

Centro estudios económicos de "la Caixa"

Centro estudios económicos del Banco "BBVA"

