



## Una respuesta global de emergencia a la crisis de la zona del euro

### Documento de debate del Grupo

25 de noviembre de 2010

*El documento complementa el documento sobre la gobernanza económica (17 de noviembre de 2010).*

#### 1. ¿Por qué necesitamos una respuesta de emergencia?

El incidente griego durante la crisis de la zona del euro durante el primer semestre de 2010 sensibilizó y creó un sentido de urgencia sobre la necesidad de establecer una gobernanza económica más sólida para la UE. No obstante, la naturaleza del proceso legislativo hace improbable que el paquete entre legalmente en vigor antes del verano de 2011. Además, se supone que la respuesta de emergencia de la UE a la crisis griega, en la forma del Mecanismo Europeo de Estabilidad Financiera (EFSM, comunitario) y la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera (EFSF, intergubernamental), que ascienden en conjunto a un máximo de 500 mil millones de euros (completado con 250 mil millones de euros comprometidos por el FMI), debe dejar de suministrar todo nuevo préstamo de emergencia a más tardar durante verano del 2013 como límite. Como lo han demostrado los recientes acontecimientos que han tenido lugar en Irlanda, la UE tiene que encontrar (antes de que esos procesos lleguen a su fin) una respuesta de emergencia que permita una solución duradera a la crisis. También puede resultar necesario que se reconsideren algunos aspectos de las actuales propuestas legislativas para la gobernanza económica.

Deben tenerse en consideración tres elementos principales

- En primer lugar, las medidas adoptadas desde el inicio de la crisis financiera no han conseguido hasta ahora contener la crisis y aislar efectos. **De hecho, después de una primera ronda de medidas, entre ellas la recapitalización, garantías y medidas de liquidez, las respuestas de emergencia griega y ahora irlandesa equivalen a una segunda y tercera ronda de rescates financieros para el sector bancario europeo**, cuya capacidad de recuperación y solvencia sigue siendo un motivo de preocupación. Por el momento, el sistema bancario irlandés se

<sup>1</sup>. A diferencia de Grecia, donde la mala gestión del Gobierno fue una de las principales causas de la crisis, los abusos más graves en el caso de Irlanda se encuentran en el sector de la banca privada, que prestaron irresponsablemente durante la fase de auge del sector inmobiliario. En ambos casos, sin embargo, los bancos de la UE estaban sumamente expuestos<sup>2</sup>. Por tanto, aun cuando los paquetes de rescate de emergencia se presentan como rescates de los sectores públicos, su verdadero objetivo es preservar al sistema financiero europeo de la implosión. Por otra parte, en las condiciones actuales, estos rescates trasladan el coste de la exposición a la insolvencia que enfrentan los sistemas bancarios de la zona euro a los contribuyentes de la UE. Los contribuyentes de los Estados miembros vulnerables son las primeras víctimas, a través de drásticas medidas de austeridad, mientras que los de los demás Estados miembros siguen estando expuestos a los efectos del impago potencial de los préstamos de emergencia concedidos por sus gobiernos.

Cuadro: Datos clave sobre la deuda, a finales de 2009

| <i>Todos en % del PIB</i>                       | <b>Irlanda</b> | <b>Grecia</b> | <b>Portugal</b> | <b>España</b> |
|---|----------------|---------------|-----------------|---------------|
| <b>Deuda</b>                                    | 64,5           | 113,4         | 77,2            | 55,2          |
| <b>déficit</b>                                  | -11,7          | -12,7         | -9,3            | -11,4         |
| <b>Posición de deuda externa bruta</b>          | 979,4          | 168,2         | 232,7           | 168,1         |
| <b>Posición de deuda externa neta</b>           | 75,1           | 82,5          | 88,6            | 80,6          |
| <b>Deuda externa pública</b>                    | 70,6           | 78,9          | 74,9            | 47,3          |
| <b>Posición de inversión internacional neta</b> | -73,1          | -82,2         | -111,7          | -93,5         |
| <b>Deuda exterior bruta</b>                     | 407            | 188,4         | 281,3           | 214,1         |

Fuente: Ricardo Cabral, [VOXEU.org](http://VOXEU.org)

- En segundo lugar, **se tienen pruebas sólidas de que las medidas de austeridad implementadas de emergencia en todos los Estados miembros no están dando los resultados esperados**. Por diversos motivos (recesión, lapso de las reformas fiscales, subestimación del déficit), los programas de austeridad griego y portugués no están funcionando según lo previsto. Por otra parte, el Gobierno irlandés fue elogiado por haber anticipado su programa de consolidación fiscal. Al cabo de casi dos años de austeridad drástica y autoimpuesta, ahora es junto a Grecia, uno de los primeros países de la zona euro en caer en una doble recesión.

<sup>1</sup> Varios analistas han señalado reiteradamente que el agujero negro del sistema bancario irlandés aún no ha desaparecido. La cifra que se cita actualmente para el rescate de los bancos irlandeses es de 85 mil millones de euros.

<sup>2</sup> Está disponible en línea un documento de síntesis sobre la exposición de los bancos europeos a la deuda soberana en: <http://www.ft.com/cms/s/0/c4b5f456-ee7e-11df-9db0-00144feab49a.html>

<sup>3</sup>. Por consiguiente, existe el fuerte riesgo de que otros Estados miembros y, en particular, Portugal y España, que ya están experimentando una fuerte presión en los mercados de bonos, podrían experimentar a corto plazo un evolución similar a la de Irlanda. Este riesgo es particularmente importante si las condiciones económicas en general no mejoran significativamente durante los próximos dos trimestres<sup>4</sup>. Sin embargo, se duda seriamente que dicha mejora significativa y rápida se produzca visto el actual contexto económico internacional<sup>5</sup>.

- En tercer lugar, los nuevos y vastos rescates de España y Portugal podrían agotar los recursos disponibles a través del marco actual EFSF/EFSM/FMI sin conseguir evitar los desbordamientos<sup>6</sup>.

**En tales condiciones, no hay tiempo para esperar hasta 2013 el establecimiento de un mecanismo permanente de resolución de la deuda.** Se precisan mucho antes nuevas y más acciones globales. Como señaló acertadamente el *Financial Times*:

*“Salvar al sistema bancario, sin embargo, no es lo mismo que el rescate de las instituciones existentes; ni los contribuyentes deben dar aún más de su sangre a los muertos vivientes. Sin embargo, esto es lo que a Irlanda se le pide que haga: pedir dinero prestado a la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera para aumentar el capital propio de los bancos. Si esto se hace, será un insulto para el pueblo irlandés (cuyos ingresos se verán hipotecados para reembolsar el préstamo) y además gratuito: no parece lógico afirmar que incrementar la deuda de Dublín seducirá a los mercados para que vuelvan a interesarse en los bonos soberanos de Irlanda. De modo que Irlanda, y Europa, deben hacer frente a la perspectiva de una inevitable cadena de reestructuraciones bancarias. Entregar más capital ahora debilitará la capacidad de los Estados para resolver el problema cuando ya no pueda ganarse más tiempo. Europa no parece dispuesta a renunciar a un pacto diabólico que ha llevado a los Estados principales a prestar a los periféricos para que puedan sostener a sus bancos, todo para salvar de las pérdidas a las principales instituciones financieras. Este juego de rescates a hurtadillas no puede sostenerse por mucho tiempo.”*

---

<sup>3</sup> En el contexto actual, la única manera de garantizar un cambio en la dinámica de la deuda pública y privada simultáneamente es a través de una demanda externa especialmente fuerte<sup>3</sup> que, en el contexto actual, es sumamente hipotética. Según la misma lógica, algunos Estados miembros en los que la demanda agregada ha aumentado menos de la media se basan en gran medida en la demanda exterior neta para absorber su capacidad de oferta. Esta situación es muy problemática, ya que varios Estados miembros han experimentado una fuerte reducción en sus niveles de importaciones de capital y la mayoría de los países emergentes así como Japón mantienen un elevado superávit en cuenta corriente, mientras que los EE.UU. intentan al mismo tiempo reducir su déficit de cuenta corriente. En tal contexto, la política consistente en empobrecer al vecino es una opción peligrosa. Si no se produce la depreciación nominal y real (apreciación) de los países en déficit (superávit), la demanda interna decreciente de los países deficitarios y simultáneamente el hecho de que los países con superávit no reduzcan el ahorro e incrementen el consumo, provocará un déficit global en la demanda agregada ante una saturación de la capacidad de oferta. Los niveles de endeudamiento, paradójicamente, podrían aumentar en el intento de reducirlos si la mayoría de las economías intentan exportar su vía hacia la recuperación.

<sup>4</sup> El crecimiento económico español se estancó en cero en el tercer trimestre, las ventas de automóviles cayeron un 38% en octubre, todavía está por llegar un recorte del 5% en los salarios públicos y aproximadamente 1 millón de viviendas sin vender siguen pesando sobre el mercado inmobiliario. El problema no es el Estado español como tal: el talón de Aquiles es la deuda corporativa del 137% del PIB, y las cantidades adeudadas a los acreedores extranjeros que deben ser prorrogadas cada trimestre.

<sup>5</sup> Dejando de lado el impacto de las medidas de austeridad, en toda la UE preocupan igualmente las perspectivas de EE.UU. para los próximos trimestres (véase, en particular, el siguiente documento: <http://ftalphaville.ft.com/blog/2010/11/18/409141/the-mathematics-of-inventories/>

<sup>6</sup> Para un análisis de la capacidad de financiación de la EFSF consúltese los siguientes documentos: <http://ftalphaville.ft.com/blog/2010/11/22/412426/more-bailouts-more-efsf-problems/> y <http://www.ft.com/cms/s/0/14270bf8-f59e-11df-99d6-00144feab49a.html#axzz16CQzwhgQn>

Es evidente que el incumplimiento unilateral podría provocar un pánico financiero y acelerar una crisis sistémica, pero en cambio el enfoque actual basado en rescates para cada caso en lo individual y medidas de austeridad de largo alcance sin la reestructuración de la deuda tampoco es una opción.

## 2. Directrices para hacer frente a los retos actuales

En pocas palabras, durante los últimos veinte años, en muchas partes de Europa, el modelo de crecimiento ha sido impulsado principalmente por el consumo, las inversiones inmobiliarias y la especulación financiera, todo ello financiado por una expansión sustancial e insostenible de la deuda privada. Esto es lo que ha ocurrido en varios Estados miembros y en la UE en su conjunto. Además, varios Estados miembros, como Alemania y Francia, no reequilibraron de forma anticíclica las cuentas públicas durante los años buenos. La falta de prudencia y anticipación llegó a su límite con Grecia, donde la deuda pública y el déficit quedaron fuera de control. Esta situación ha llegado a un punto donde el nivel global de la deuda está en muchos casos por encima de lo que puede, desde un punto de vista realista, reducirse o contenerse dentro de límites razonables. La responsabilidad de esta situación es compartida por todos aquellos (gobiernos, empresas, hogares) que pidieron prestado más allá de cualquier nivel sostenible y por aquellos que prestaron de forma irresponsable, con la esperanza de retornos sustanciales sin riesgo, sacando provecho de la implícita (y en última instancia efectiva) garantía de los gobiernos. Por tanto, ambas partes, los prestamistas y los prestatarios deben contribuir a una solución ordenada. No se trata solamente de la justa distribución de la carga, sino también de una cuestión de credibilidad, ya que simplemente añadir deuda a la deuda pendiente con el fin de alimentar a instituciones financieras que no son sino "muertos vivientes" no resuelve los problemas de solvencia.

En términos prácticos, los países de la zona euro deberían adoptar un plan de acción global, de largo alcance y coordinado encaminado a lograr dos objetivos principales. En primer lugar, el plan de acción debe tener como objetivo la reestructuración de la deuda pública insostenible en los tres países con las trayectorias más insostenibles con respecto a la deuda: Grecia, Irlanda y Portugal. En segundo lugar, el plan de acción debería al mismo tiempo tratar de reestructurar y reducir el tamaño del sector bancario europeo. Antes de la adopción de un mecanismo permanente previsto para 2013, podría lograrse un proceso de reestructuración ordenada a través de ofertas de intercambio preventivas y conversiones de la deuda por acciones. Las ofertas de intercambio preventivas consisten básicamente en ofrecer a los prestamistas intercambiar sus créditos pendientes (bonos a corto plazo y a largo plazo) por nuevos bonos con tipos de interés más bajos, plazos más largos (duración del préstamo) y/o bajar los valores nominales. Las conversiones de deuda por acciones consisten en el intercambio de créditos de cualquier institución financiera por acciones<sup>7</sup>. Ambas operaciones ayudarían a las entidades endeudadas a reducir la

---

<sup>7</sup> Como N. Roubini ha sostenido en un extenso documento (N. Roubini, *An orderly market-based approach to the restructuring of euro*

carga de su deuda y, por consiguiente, a restaurar la solvencia al tiempo que permite a los prestamistas adquirir una mayor seguridad de pago<sup>8</sup>.

En todo caso, la reestructuración de la deuda pública, así como la reestructuración del sector bancario europeo debe complementarse con una intervención proactiva de los EFSF/EFSM en los Estados miembros vulnerables y con un incremento de los recursos de ambos EFSF/EFSM. Sin embargo, la intervención financiera de la UE debe respetar la siguientes directrices:

- En primer lugar, los tipos de interés de EFSF/EFSM deben ser asequibles. El Acuerdo Marco que regula ambos EFSF/EFSM permite un tipo de interés razonable (que sólo requiere un margen por encima del tipo al que EFSF/EFSM podrían obtener financiación en el mercado) con un vencimiento de tres o cinco años. Se trata de evitar castigar a un determinado país, permitiendo que los Estados miembros vulnerables recuperen sus bases macroeconómicas. Esta posibilidad sólo es viable si todo rescate cuenta con condiciones financieras realistas. (Véase anexo).
- En segundo lugar, toda intervención de los mecanismos EFSF/EFSM en el marco de una reestructuración integral y de largo alcance y la reducción de talla del sector bancario europeo debería incluir la definición rápida de los regímenes especiales de insolvencia en el caso de que esos regímenes todavía no hayan sido establecidos a nivel nacional. Los regímenes especiales de insolvencia deberían, en particular, permitir a las autoridades de los Estados miembros intervenir en las instituciones financieras con el fin de reestructurar la deuda mayorista o convertirla en acciones, al tiempo que se mantienen o se trasladan operaciones tales como depósitos, ahorros y operaciones ligadas a las pequeñas y medianas empresas a “buenos bancos”. En todo caso, un plan de acción coordinado para la reestructuración de la deuda requiere un enfoque ad hoc coordinado de distribución de la carga con el fin de evitar que el coste total de la exposición a la insolvencia se desplace a los contribuyentes, y especialmente a los

---

*zone sovereign debts obviates the need for statutory approaches.* Disponible en línea en: <http://www.roubini.com/analysis/138863.php> existen importantes pruebas teóricas y empíricas de que los posibles fallos del mercado y las externalidades, que supuestamente evitan la reestructuración ordenada, pueden ser resueltos a través de ofertas de intercambio. Si un marco de swap de deuda está bien diseñado y coordinado (véase la nota 8), ese mecanismo debería ser capaz de hacer frente a externalidades como “correr a la salida”, “correr a los tribunales” y el “riesgo sistémico”, así como los riesgos ligados a comportamientos oportunistas y a los swaps de incumplimiento de pago (CDS, por su sigla en inglés).

<sup>8</sup> Como ha argumentado Avinash Persaud en un reciente documento de política: “El precio exacto y los parámetros de madurez se fijarían para garantizar que el rendimiento esperado por los acreedores de los nuevos bonos, con el cupón más bajo, pero una mayor seguridad de pago, sea similar a los antiguos bonos con sus perspectivas de pago altamente inciertas. Los acreedores no aceptarían más un recorte del valor presente neto de los bonos que el mercado ya ha descontado, pero este recorte de valoración podría reducir la factura de Grecia por concepto de intereses del 5% del PIB a casi el 2,5%. Sin un swap de deuda o un movimiento similar, la disminución en el valor de mercado de la deuda a niveles sostenibles se pierde para los deudores. En tres años, esta reducción en el pago de intereses representaría la mitad del ajuste fiscal exigido por el programa del FMI, lo que les permitiría lograr una disminución en el déficit fiscal del 13% al 3,5% en tres años sin la “canibalización” de la economía. Sin un swap de deuda, pero con un 16% del PIB sin precedentes de austeridad presupuestaria propuesta por el FMI, la proporción de deuda/PIB de Grecia se elevaría aún al 150% en 2013, el crecimiento se estancaría y los pagos de intereses de la deuda (el 70% de los cuales iría al extranjero) tomaría el lugar del resto de los gastos públicos. El paquete de 145 mil millones dólares sólo habría comprado la paz durante un par de años, como si se hubiera producido una transferencia masiva de recursos, y se plantearía de nuevo la cuestión de la sostenibilidad. Para defender su “plan sin demora”, el FMI sostiene que una reestructuración de la deuda en Grecia podría causar un contagio en toda Europa. Sin embargo, un swap de deuda centrado en la reducción de los pagos de intereses y preservando el valor nominal de los bonos debería ser menos contagioso. Los pagos netos por intereses como porcentaje del PIB son sólo del 1,1% en España, país sobre el cual existe mayor preocupación sobre los potenciales efectos de desbordamiento”, ‘*A debt swap to save Greece and the euro*’ disponible en línea: <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/5065>

contribuyentes en los Estados miembros vulnerables. En este sentido, el acuerdo marco especial de distribución de la carga de la deuda para la región norte del Báltico constituye una referencia interesante con vistas a un enfoque ad hoc coordinado para la distribución de la carga de la deuda<sup>9</sup>.

- En tercer lugar, el tipo de condiciones que equivaldrían a la reducción de los ingresos mínimos y agravarían la pobreza y las desigualdades son, en nuestra opinión, inaceptables. Las cuentas públicas no deben reajustarse a expensas de los más vulnerables. Por el contrario, debe tratarse de garantizar que aquellos que más provecho sacaron de la economía impulsada por la deuda sean los que más contribuyan.
- En cuarto lugar, no habrá finanzas públicas sanas en Europa sin los ingresos fiscales adecuados y el desarrollo de una Unión fiscal. Ello requiere a) un salto cualitativo en la lucha contra el fraude y la evasión fiscal; b) una contribución más adecuada de las corporaciones (BICIS, la armonización del impuesto de las empresas hacia un tipo impositivo mínimo del 25%); c) mantener y ampliar los impuestos progresivos a fin de cubrir todas las fuentes de ingresos y los ingresos de capital en particular; d) un progreso significativo en relación con nuevos recursos fiscales para los Estados miembros (impuesto sobre las transacciones financieras (ITF), impuesto sobre la energía y otros impuestos ambientales), estas fuentes de ingreso podrían convertirse en recursos propios para la UE; y e) los eurobonos para la refinanciación de la deuda soberana de los Estados miembros y bonos para financiar proyectos de la UE y, en concreto un “*Green New Deal*” ecológico europeo, es decir, la transformación ecológica de la economía europea. Para conseguir todo lo anterior, se requiere una acción urgente por parte de los Estados miembros de la UE en el Consejo, el cual conserva en exclusiva el poder de decisión en el ámbito de impuestos. Por último, la regla de la unanimidad que aún prevalece en esta materia (y evita todo progreso real) debe ser reemplazada por el voto por mayoría cualificada y la codecisión con el Parlamento Europeo.

Más allá de la actual situación de emergencia, un enfoque a largo plazo requiere una reforma integral y la mejora del sistema de gobernanza económica de la UE con el fin de abordar las causas estructurales de la crisis actual y, en particular, el reto mayor de los desequilibrios macroeconómicos tales como el exceso de deuda privada y el exceso de déficit o excedentes de cuenta corriente. Los principios generales y puntos de referencia para este tipo de reforma a largo plazo de la gobernanza económica de la UE se abordan en el documento de debate del Grupo titulado *La gobernanza económica en la UE: un nuevo marco para la sostenibilidad macroeconómica*.

Nosotros, el Grupo de los Verdes, consideramos que la situación actual es un momento de “construcción o ruptura” para el futuro de la integración política de Europa. No subestimamos el potencial destructivo de la actual turbulencia financiera, económica y

---

<sup>9</sup> Para obtener una descripción de los retos y las posibles propuestas con respecto a la distribución de la carga de la deuda, véase en particular el artículo en línea *Burden-sharing in the EU: from theory to practice*. disponible en la página <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/5685>

social para las sociedades de Europa. Tenemos que resolver esta crisis a través de un doble enfoque: reequilibrar nuestras finanzas públicas y privadas sobre una base sólida e invertir en un *"New Deal"* ecológico que permita a Europa ser pionera en la construcción de una sociedad sostenible para el siglo XXI. De no ser así, es probable que Europa termine en una situación en la que se muestre incapaz de garantizar la calidad de vida y la justicia social para sus ciudadanos, y sea una protagonista irrelevante a escala mundial.

El Equipo ECON del Grupo de los Verdes  
25 de noviembre de 2010

## Anexo – Tipos de interés de la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera (EFSF)

La fórmula de referencia para el cálculo de los tipos deudores de la EFSF es la siguiente:

**Tipo de interés efectivo = 1,2\*(tipo swap de 3 años (en realidad un 1,9% durante 3 años y el 2,3% durante 5 años) + Margen (3% + 1% por todo año adicional) + Costo anualizado de la tasa única de servicio en torno al 0,15 %).**

El factor 1,2 se explica por la exigencia de sobrecolateralización (*over-collateralisation*) (la facilidad EFSF puede prestar solamente 1 euro por 1,2 euro prestado)

**En la práctica, significaría que para un préstamo de 3 años, el tipo de interés sería algunos puntos básicos por encima del 6% y para un préstamo de 5 años sería en torno al 8,8%.**

La cuestión crucial (véase más adelante) es que esta referencia no es legalmente vinculante, se ha tomado del método utilizado para el préstamo griego. El acuerdo sobre el marco jurídico de la EFSF (véase abajo enlace, p. 4) señala lo siguiente:

**"El tipo de interés que se aplicará a cada préstamo se destina a cubrir el coste de la financiación de la EFSF e incluirá un margen (el "Margen"), que facilitará la remuneración de los Garantes".**

**Por ejemplo, si este margen es del 0,5% en lugar del 3% al 5% indicado en la EFSF, significaría que un préstamo de 3 años tendría un tipo de interés del 3,5% y un préstamo de 5 años alrededor del 4%.**

### [☞ Acuerdo marco de la EFSF](#)

El acuerdo marco no establece cuál será el coste probable de los fondos, pero en las preguntas más frecuentes, que naturalmente no es un documento jurídicamente vinculante, explica que los tipos deben considerarse el punto de referencia para los costes de financiación y cuál será el margen:

**"El plan de apoyo para la EFSF, aunque no es vinculante, es el paquete de ayuda financiera a Grecia, donde, para los préstamos a tipo variable, la base es el Euribor a tres meses, mientras que los préstamos a tipo fijo se basan en los tipos correspondientes a los tipos swap para los plazos de vencimiento pertinentes. Además, hay un suplemento de 300 puntos básicos para los vencimientos de hasta tres años y un extra de 100 puntos básicos por año para los préstamos de más de 3 años. Se cobra una tasa de servicio única de 50 puntos básicos para cubrir los costes operativos."**

Punto C7 de las Preguntas frecuentes de la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera (EFSF)

[http://www.efsf.europa.eu/attachment/faq\\_en.pdf](http://www.efsf.europa.eu/attachment/faq_en.pdf)